BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– November 2000 –

Summary

Continuing strong demand worldwide, together with robust domestic demand, has bolstered Canada's output growth this year. Although growth has exceeded expectations, the trend of inflation has continued to be lower than projected.

While growth in the U.S. economy has been robust, the pace of activity moderated in the third quarter. Growth in the euro area has been solid, and recoveries have taken hold in many emerging-market economies.

The combination of strong global demand, the rapid ascent of oil prices, and the increased likelihood that oil prices will remain above previously expected levels has heightened the risk of higher inflation rates in the major industrial countries.

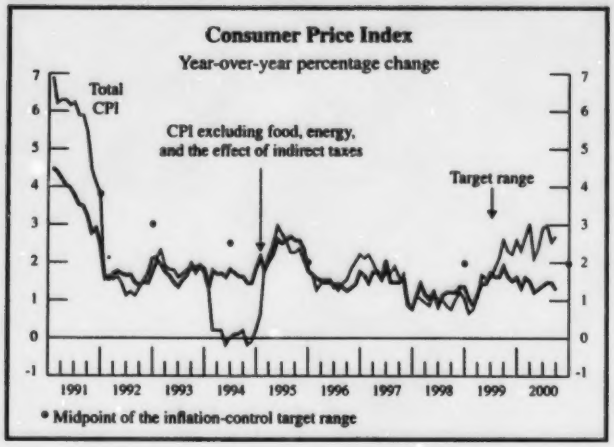
In this environment, there are three main areas of uncertainty for Canada's economic outlook. These are: the path of demand growth in the United States, the current level and the prospective growth of Canada's production capacity, and world energy prices.

Recent Developments

While Canada's real GDP growth eased slightly in the first half of 2000, at 4.9 per cent, it was still well above the estimated growth of potential output. Current information points to continued solid growth in a range of 3.5 to 4.5 per cent for the third quarter.

Highlights

- **The Bank has revised up its projection of output growth for this year to 5 per cent and anticipates output growth between 3 and 4 per cent for 2001.**
- **At these rates of expansion, pressures on production capacity will intensify, and, as a result, core inflation is expected to rise to 2 per cent in the second half of next year.**
- **If oil prices were to stabilize at levels just below US$30 a barrel, the rate of increase in the total CPI would be expected to move down to about 2 per cent by the end of 2001.**
- **The three main areas of uncertainty for this outlook are: the path of demand growth in the United States, the current level and prospective growth of Canada's production capacity, and world energy prices.**



Over the same period, core CPI inflation (the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes) remained in the lower half of the Bank's inflation-control target range, below the level projected in the May *Report*.

While surging energy prices have pushed up the total CPI, there has been, as yet, little effect on core inflation and inflation expectations.

Wages appear to have risen by close to 3 per cent in the first half of 2000. However, considerable gains in labour productivity held down unit labour costs.

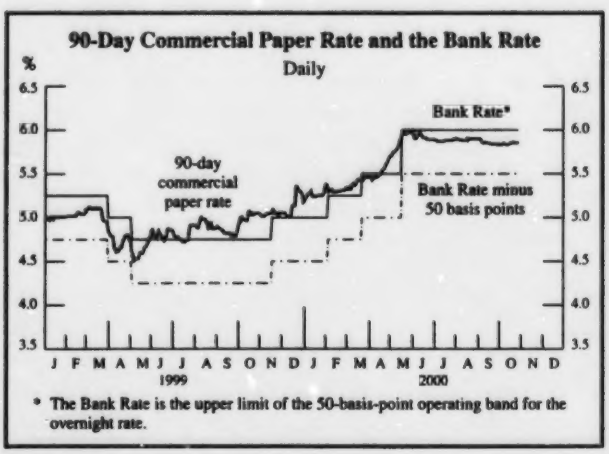
The latest information provides a more optimistic assessment of the current level and prospective growth of potential output than at the time of the May *Report*.

The conventional measure now suggests that the economy may have moved into a position of excess demand by mid-2000, instead of in the second half of 1999, as previously estimated. (See Technical Box 3 of the full *Report*.) However, because of the uncertainty surrounding estimates of the output gap, the Bank continues to examine a broad range of indicators of pressure on capacity before coming to a view on the level of potential output relative to actual GDP.

Overall, it is the Bank's judgment that the weight of evidence, including the fact that core inflation has been lower than expected, does not confirm that the economy had moved into excess demand by mid-year, but it does point to a level of activity close to capacity limits.

Starting in December 2000, the Bank will be moving to a fixed schedule for setting the Bank Rate. This should help focus attention on the Canadian economic situation and will also provide the Bank with more opportunities to comment on the path of monetary policy.

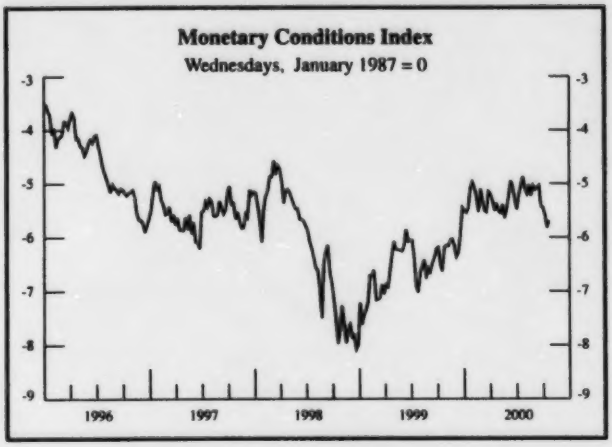
Concern about future pressure on capacity limits arising from strong international and domestic demand prompted the Bank to raise the Bank Rate by 50 basis points on 17 May to keep the trend of inflation within the Bank's target range. This action



followed a similar move by the U.S. Federal Reserve in response to the rapid growth in that economy. The Fed's action served to underscore the continued risk that strong U.S. demand pressures could spill over into Canada. After these actions, bond yields declined as markets perceived a lower inflation risk.

A dominant feature in foreign exchange markets over the past six months has been the strength of the U.S. dollar. Against this background, the Canadian dollar has fluctuated between 65.3 and 68.3 cents (US) and has risen strongly against most other major currencies.

For most of the past six months, the Bank's monetary conditions index fluctuated in a range of -5.5 and -5.0. More recently, it has been in the -5.5 to -6.0 range, reflecting the movement of the Canadian dollar against the U.S. dollar.



The Outlook for Inflation

In the United States, the recent interest rate increases by the Federal Reserve appear to have dampened activity in interest-sensitive areas of the economy to more sustainable levels. Nevertheless, real GDP is expected to grow by about 5 per cent in 2000 and slow to a range of 3.0 to 3.5 per cent in 2001, and the labour market remains very tight.

In the euro area, real GDP growth is expected to remain solid in coming quarters. Many emerging-market economies have continued to recover from the 1997–98 financial crisis, and the Japanese economy, although still fragile, is improving.

While high and volatile world oil prices could dampen these growth prospects, the underlying strength of the global economy, together with the potential inflation consequences of higher energy prices, continues to tilt the balance of risks towards increased inflation pressures.

Over the next 18 months, Canadian export growth should ease in response to the projected slowing of the U.S. expansion. Household spending in Canada should remain relatively robust, while business investment is expected to moderate from its recent intense pace.

Thus, the Bank is currently projecting output growth for this year at close to 5 per cent. At this robust rate, pressures on production capacity will intensify. If, as assumed, growth of potential output is 3 per cent, this will also lead to conditions of excess demand by early 2001. As a result, core inflation is still projected to rise to 2 per cent, but not until the second half of next year.

Output growth in 2001 is projected to slow to a range of 3 to 4 per cent (on an annual average basis), primarily reflecting the expected slowdown in the U.S. economy. This is expected to

lead to conditions that will keep core inflation steady at 2 per cent as the pace of growth decelerates through the year. Were this slowdown not to materialize, a situation of excess demand in the economy would persist, resulting in further upward pressure on inflation.

If oil prices were to stabilize at levels just below US$30 a barrel, the rate of increase in the total CPI would be expected to move down to about 2 per cent by the end of 2001.

The principal risks surrounding this outlook revolve around demand, supply, and expectations for inflation.

Continued robust growth in U.S. demand for Canada's exports could increase inflation pressures here. On the supply side, there is a possibility that brisk spending on machinery and equipment, combined with recent productivity gains, could raise capacity limits beyond currently projected levels. However, until further evidence accumulates, the Bank will continue to take a cautious view regarding the growth potential of the Canadian economy. In addition, there is the risk that if current high energy prices are maintained, they will feed through to the prices of other goods and services and, possibly, into expectations of future inflation.

In this climate of strong economic expansion, high levels of activity relative to potential, and increased energy prices, the challenge for monetary policy will be to judge the balance between aggregate demand and supply and to guard against the risk that higher energy prices could affect core inflation and expectations of future inflation. To preserve the low trend of inflation that has been benefiting the Canadian economy, the Bank must be prepared to adjust monetary conditions in a timely manner.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca

Web site: http://www.bankofcanada.ca

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– novembre 2000 –

Sommaire

L'essor soutenu de la demande mondiale et la vigueur de la demande intérieure ont stimulé la croissance de la production au Canada pendant l'année. Bien que la croissance ait dépassé les attentes, l'inflation tendancielle est restée inférieure à ce qui avait été projeté.

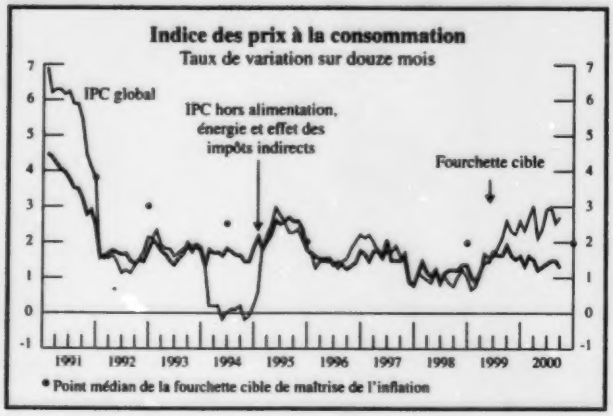
Si le rythme de l'expansion de l'économie américaine est demeuré vif, l'activité s'est modérée au troisième trimestre. La croissance a été solide dans la zone euro, et de nombreux pays à marché émergent ont bénéficié d'une reprise.

La force de la demande mondiale, conjuguée à la hausse rapide des prix du pétrole et au fait qu'il paraît de plus en plus possible que ces derniers restent supérieurs à ce que l'on avait prévu, a accentué le risque d'une hausse de l'inflation dans les grands pays industriels.

L'évolution de la situation met en évidence trois grands facteurs d'incertitude pesant sur les perspectives économiques au Canada, à savoir la progression de la demande aux États-Unis, le niveau actuel ainsi que le taux de croissance futur de la capacité de production de l'économie canadienne et les cours mondiaux de l'énergie.

Faits saillants

- La Banque a révisé à la hausse ses prévisions concernant la croissance de la production et estime maintenant qu'elle se situera cette année à 5 % et qu'elle s'établira entre 3 et 4 % en 2001.
- Étant donné la vigueur de l'expansion, les pressions s'exerçant sur la capacité de production s'intensifieront et, par conséquent, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait monter à 2 % au second semestre de l'année prochaine.
- Si le cours du baril de pétrole brut se stabilise tout juste sous les 30 dollars É.-U., le taux d'augmentation de l'IPC global devrait baisser pour s'établir à environ 2 % d'ici la fin de 2001.
- Les trois grands facteurs d'incertitude pesant sur les perspectives économiques au Canada sont la progression de la demande aux États-Unis, le niveau actuel et le taux de croissance futur de la capacité de production de l'économie canadienne et les cours mondiaux de l'énergie.



L'évolution récente

Bien que la croissance du PIB réel du Canada ait légèrement ralenti au premier semestre de 2000, pour se situer à 4,9 %, elle est tout de même restée nettement supérieure à la croissance estimative de la production potentielle. Les chiffres les plus récents donnent à penser que l'expansion s'est poursuivie à un rythme robuste de 3,5 à 4,5 % au troisième trimestre.

Durant la même période, l'inflation mesurée par l'indice de référence (l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects) est demeurée dans la moitié inférieure de la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque et s'est établie en deçà du niveau prévu dans le *Rapport* de mai.

Malgré la hausse qu'elle a fait subir au taux d'accroissement de l'IPC global, l'escalade des prix de l'énergie n'a eu jusqu'à présent que peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et sur les attentes d'inflation.

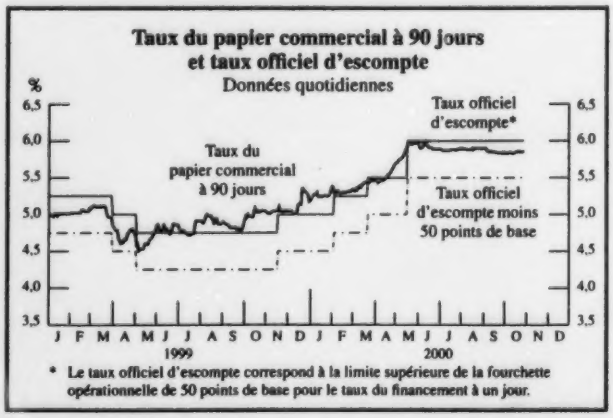
Les salaires semblent avoir augmenté de près de 3 % au premier semestre de 2000. Cependant, les gains importants enregistrés sur le plan de la productivité du travail ont contribué à contenir les coûts unitaires de main-d'œuvre.

Les plus récentes données fournissent une évaluation plus optimiste du niveau actuel de la production potentielle et de ses perspectives de croissance qu'au moment de la parution du *Rapport* de mai.

La mesure habituelle de la Banque donne maintenant à penser qu'une demande excédentaire serait apparue dans l'économie durant la première moitié de 2000, au lieu du second semestre de 1999, comme on s'y était d'abord attendu (voir la Note technique 3 dans la version complète du *Rapport*). Cependant, en raison de l'incertitude dont sont entachées les estimations de l'écart de production, la Banque continue d'examiner une vaste gamme d'indicateurs des pressions s'exerçant sur la capacité avant de se forger une opinion sur le niveau de la production potentielle par rapport au PIB réel.

Dans l'ensemble, la Banque estime que les résultats dont elle dispose, y compris le fait que l'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux attentes, n'ont pas confirmé que l'économie se trouvait, au milieu de l'année, aux prises avec une demande excédentaire, mais ils portent à croire qu'elle fonctionne à un niveau proche des limites de sa capacité de production.

Les craintes que la vigueur de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger ne pousse l'appareil de production aux limites de sa capacité ont incité la Banque à relever



À compter de décembre 2000, la Banque appliquera un nouveau système de dates préétablies pour la mise en œuvre des modifications du taux officiel d'escompte. Le nouveau système devrait contribuer à focaliser l'attention sur la situation économique au Canada et donnera de nouvelles occasions à la Banque de rendre compte de la conduite de la politique monétaire.

le taux officiel d'escompte de 50 points de base le 17 mai, afin de maintenir la tendance de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible. Cette mesure faisait suite à une décision du même ordre prise par la Réserve fédérale des États-Unis face à la croissance rapide de l'économie américaine. Le geste de la Réserve fédérale a fait ressortir le risque toujours présent que les fortes pressions s'exerçant du côté de la demande dans ce pays ne se propagent au Canada. Les rendements obligataires ont fléchi après ces interventions, les risques d'inflation ayant diminué aux yeux des marchés.

Un trait dominant des marchés des changes au cours des six derniers mois a été la vigueur du dollar américain. Dans ce contexte, le cours du dollar canadien a fluctué entre 65,3 et 68,3 cents É.-U. et s'est apprécié vivement par rapport à la plupart des autres grandes monnaies.

Pendant la majeure partie des six derniers mois, l'indice des conditions monétaires de la Banque a fluctué entre –5,5 et –5,0. Plus récemment, il a oscillé entre –5,5 et –6,0 au gré des variations du dollar canadien par rapport à la devise américaine.

Les perspectives en matière d'inflation

Aux États-Unis, les récentes majorations effectuées par la Réserve fédérale semblent avoir ramené l'activité dans les secteurs sensibles aux taux d'intérêt à des niveaux plus soutenables. On s'attend toutefois à ce que la progression du PIB réel dans ce pays se situe aux alentours de 5 % en 2000 puis décélère pour s'établir entre 3,0 et 3,5 % en 2001, et à ce que les tensions régnant sur le marché du travail se maintiennent.

Dans la zone euro, la croissance du PIB réel devrait rester vigoureuse au cours des prochains trimestres. La reprise qu'ont connue de nombreux pays à marché émergent au lendemain de la crise financière de 1997-1998 se poursuit, et l'économie japonaise, quoiqu'encore fragile, se redresse.

Bien que le niveau élevé et la volatilité des cours mondiaux du pétrole puissent tempérer ces perspectives de croissance, les risques d'une intensification des pressions inflationnistes sont toujours présents compte tenu de la vigueur fondamentale de l'économie mondiale et des répercussions que pourrait avoir le renchérissement de l'énergie sur l'inflation.

L'avance des exportations canadiennes devrait décélérer au cours des 18 prochains mois, parallèlement au tassement prévu de l'expansion chez nos voisins du sud. On s'attend à ce que la dépense des ménages au pays demeure relativement solide, tandis que les investissements des entreprises devraient se modérer par rapport à

la cadence très rapide observée ces derniers temps.

La Banque prévoit donc que la croissance de la production s'établira à près de 5 % cette année. Un tel rythme signifie que les pressions s'exerçant sur la capacité de production s'accentueront. Si, comme on le suppose, le taux de croissance de la production potentielle se chiffre à 3 %, l'économie risque de se retrouver aux prises avec une demande excédentaire durant les premiers mois de 2001. Par conséquent, on s'attend encore à ce que l'inflation mesurée par l'indice de référence monte à 2 %, mais pas avant le second semestre de l'année prochaine.

La croissance de la production devrait fléchir en 2001 pour s'établir à l'intérieur d'une plage de 3 à 4 % (en moyenne annuelle), en raison surtout de la baisse de régime anticipée aux États-Unis. Comme cela se traduira par un ralentissement du rythme d'expansion de l'économie au cours de l'année, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser à 2 %. Si ce ralentissement ne se matérialise pas, la demande restera excédentaire, ce qui exercera de nouvelles pressions à la hausse sur l'inflation.

Si le prix du pétrole brut se stabilise tout juste sous les 30 dollars É.-U. le baril, le taux d'augmentation de l'IPC global devrait se replier à environ 2 % d'ici la fin de 2001.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions touchent à la demande, à l'offre et aux anticipations d'inflation.

Le dynamisme soutenu de la croissance de la demande américaine de produits d'exportation canadiens pourrait attiser les pressions inflationnistes au Canada. Du côté de l'offre, la hausse des investissements en machines et matériel de même que celle des gains de productivité observée récemment pourraient pousser les limites de la capacité de production au-delà des niveaux actuellement projetés. Cependant, tant que cela ne sera pas confirmé par les données, la Banque continuera de se montrer prudente dans ses projections quant au potentiel de croissance de l'économie canadienne. Enfin, plus les cours élevés de l'énergie se maintiennent, plus ils risquent d'influencer les prix d'autres biens et services et, éventuellement, les attentes relatives à l'inflation.

Dans le contexte actuel, caractérisé par une forte expansion économique, de hauts niveaux d'activité par rapport à la capacité et le renchérissement de l'énergie, le défi que devront relever les autorités monétaires sera d'évaluer où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales et d'empêcher la hausse des cours de l'énergie de se répercuter sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et sur les attentes d'inflation. Pour maintenir la tendance de l'inflation au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne, la Banque doit se tenir prête à ajuster les conditions monétaires au moment opportun.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique : publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca

101-00736/

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

– November 2000 –

The 1998 sterling silver proof dollar featured on the cover was designed by Adeline Halvorson and commemorates the 125th anniversary of the founding of the North-West Mounted Police. At the time of Confederation in 1867, Canada consisted of only four eastern provinces. In 1870, the government acquired a huge expanse of land from the Hudson's Bay Company. Plans to open the region to settlement required the suppression of the whisky trade and the establishment of peaceful relations with the Native peoples. In May 1873, the North-West Mounted Police force was created to bring law, order, and Canadian authority to the western frontier. The reverse of the coin features a mounted member of that early force, which, in 1920, became the Royal Canadian Mounted Police. The obverse bears the effigy of Her Majesty Queen Elizabeth II by artist Dora de Pédery-Hunt.

Bank of Canada
234 Wellington Street
Ottawa, Ontario
K1A 0G9

3830
CN ISSN 1201-8783

Printed in Canada on recycled paper

BANK OF CANADA

MONETARY POLICY REPORT

— November 2000 —

This is a report of the Governing Council of the Bank of Canada:
Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins,
Tim Noël, Sheryl Kennedy, and Pierre Duguay.

One of the most important lessons that monetary authorities have learned through this process of analysis and experimentation is that there is no virtue or advantage in vague policy objectives and complex operating procedures. . . . Monetary policy does not need to be cloaked in secrecy or artificial intricacies to be effective. What is needed to get the job done are one clear objective and one simple instrument.

Gordon Thiessen
Governor of the Bank of Canada
Lecture to Faculty of Social Science
University of Western Ontario
17 October 2000

Contents

1. Introduction 5

2. Recent Developments in Inflation 6

Inflation and the target range 6
Factors at work on inflation 11

3. Achieving the Inflation-Control Targets 19

4. The Outlook for Inflation 24

International background 24
Aggregate demand and supply in Canada 25
Measures of inflation expectations 26
Other factors affecting inflation 28
Other indicators of inflation pressures 28
Monetary and credit indicators 29
Inflation projection 32

5. Conclusions 33

Bibliography 34

Canada's Inflation-Control Strategy

Inflation control and the economy

- Inflation control is not an end in itself; it is the means whereby monetary policy contributes to solid economic performance.

- Low inflation allows the economy to function more effectively. This contributes to better economic growth over time and works to moderate cyclical fluctuations in income and employment.

The monetary policy instrument

- As of December 2000, announcements regarding the Bank's policy instrument—the Bank Rate, which establishes the top of the operating band for the overnight interest rate—will take place, under normal circumstances, on eight pre-specified dates during the year.

- In setting the Bank Rate, the Bank of Canada influences short-term interest rates to achieve a rate of monetary expansion consistent with the inflation-control target range. The transmission mechanism is complex and involves long and variable lags—the impact on inflation from changes in monetary conditions is usually spread over six to eight quarters.

The targets

- In February 1991, the federal government and the Bank of Canada jointly announced a series of targets for reducing inflation to the midpoint of a range of 1 to 3 per cent by the end of 1995. In December 1993, this target range was extended to the end of 1998. In February 1998, it was extended again to the end of 2001.

- By the end of 2001, the government and the Bank plan to determine the long-run target for monetary policy consistent with price stability.

Monitoring inflation

- In the short run, a good deal of movement in the CPI is caused by transitory fluctuations in the prices of food and energy, as well as by changes in indirect taxes. For this reason, the Bank focuses on the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes. This measure is referred to as the *core* CPI.

- Over longer periods, the measures of inflation based on the total CPI and the core CPI tend to follow similar paths. In the event of anticipated persistent differences between the trends of the two measures, the Bank would adjust its desired path for core CPI inflation so that total CPI inflation would come within the target range.

1. INTRODUCTION

Demand continues to strengthen worldwide . . .

Over the last six months, most countries have continued to register strong economic growth. Recoveries have taken hold in many emerging-market countries, and the Japanese economy, while still fragile, is showing more consistent evidence of sustained expansion. In the euro area, growth has continued at a strong pace. The U.S. economy has also remained robust, but increases in official interest rates have contributed to some recent slowing.

The other major development internationally has been the sharp rise and volatility in world oil prices. Higher energy prices have already pushed up headline inflation rates in most countries and are likely to moderate the pace of economic expansion somewhat both this year and next.

. . . increasing the risk of higher inflation.

The combination of strong global demand and increased likelihood that oil prices will remain above previously expected levels has heightened the risk that inflation rates in major industrial countries will continue to move up. The prospect of higher inflation has already prompted many central banks to increase official interest rates.

Despite robust growth in the Canadian economy, core inflation has remained stable.

In Canada, output growth in the first half of 2000, at a rate of about 5 per cent, exceeded expectations. Despite this robust expansion, the trend of inflation has continued to come in below expectations. While there are signs that the economy has begun to slow, the momentum of demand is still expected to increase pressures on capacity and to raise core inflation to the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range, but this is now expected to occur later in 2001.

In this environment, there are three main areas of uncertainty for Canada's economic outlook: demand growth in the United States, the current level and prospective growth of Canada's production capacity, and world energy prices. Continued robust expansion of U.S. demand for Canadian exports could lead to inflationary pressures here. However, recent productivity gains and brisk investment in machinery and equipment raise the possibility that the economy's production potential may be higher than that incorporated into the Bank's outlook. Finally, the longer energy prices remain high, the greater the risk that they could feed into the prices of other goods and services and into inflation expectations.

This report includes information received to 30 October 2000.

2. Recent Developments in Inflation

Core inflation has been lower than projected in the May Report.

While the inflation-control target range is specified in terms of the total consumer price index (CPI), for the purpose of policy implementation the Bank uses the CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes—the core CPI— as its operational guide (Technical Box 1). Since last March, core CPI inflation has remained in the lower half of the Bank's inflation-control target range and somewhat below the level projected in the May *Report*. At the same time, because of further substantial increases in energy prices, the rate of increase in the total CPI has continued to be well above that of core inflation.

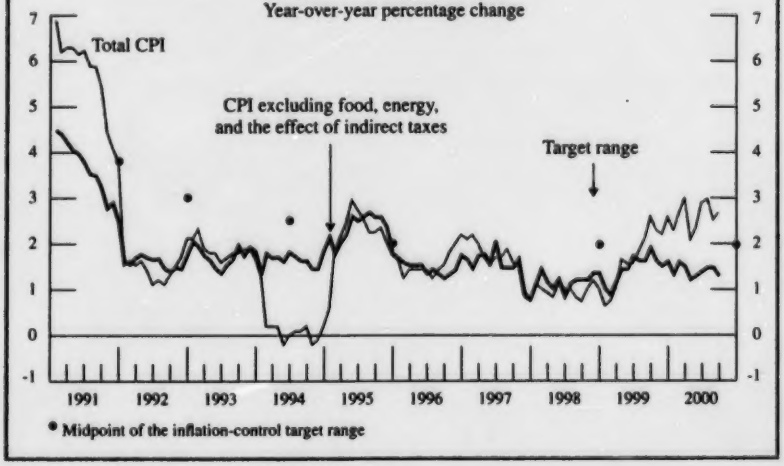
Inflation and the target range

The 12-month rate of increase in the core CPI was 1.3 per cent in September, compared with 1.5 per cent in March (Chart 1). Other statistical measures of the trend rate of inflation continued to bracket the core rate (Chart 2).

Chart 1

Consumer Price Index

Year-over-year percentage change



• Midpoint of the inflation-control target range

The persistent, unexpectedly low level of core inflation is still concentrated in the prices of durable and semi-durable goods. The prices of these import-intensive items fell over the past year, despite modest increases in the prices of imported non-energy consumer goods. This suggests that the phenomenon of a reduced pass-through of changes in the exchange rate to consumer prices

Technical Box 1

Total CPI, Core CPI, and Monetary Policy

The inflation-control targets established jointly by the government and the Bank of Canada are expressed in terms of the year-over-year rate of increase in the total CPI. This is the best available measure of the cost of living for most Canadian households and the most familiar and broadly accepted index of aggregate prices.

Although the targets are specified in terms of the total CPI, the Bank uses the core CPI—CPI excluding food, energy, and the effect of changes in indirect taxes—as the basis for policy actions. Core CPI inflation is, therefore, the *operational target* for monetary policy.

To a significant extent, short-run movements in the total CPI are caused by fluctuations in food and energy prices. Fluctuations in food prices, particularly for fresh fruit and vegetables, are often driven by weather-related supply disturbances. Energy prices, particularly gasoline and fuel oil, have been highly sensitive to shifts in the balance between the world demand and supply of energy commodities. Typically, these variations in food and energy prices have only a temporary effect on inflation. Similarly, level changes in indirect taxes, such as the tobacco tax cut in 1994, affect the year-over-year rate of increase of consumer prices for only one year (Chart 1). By removing these transitory influences, core CPI inflation provides a better measure of the underlying trend in inflation and is therefore a more appropriate guide for policy.[1] Monetary actions work slowly, and their effects are spread over one to two years. Efforts to counter temporary variations in the total CPI would be counterproductive, leading to greater volatility in interest rates and, hence, in economic activity, and potentially less stability in inflation over the medium term.

Provided fluctuations in food and energy prices and changes in indirect taxes have only temporary effects on inflation, the total and core measures of the CPI will move in a similar fashion over the medium term. Thus, achieving the target inflation rate for the core CPI for a sustained period of time should, in most cases, produce a similar outcome for the rate of increase in the total CPI. In the event of anticipated persistent differences in the trends of the two measures, the Bank would adjust the desired path for the core CPI so that the total CPI would come within the target range.[2]

By using the core CPI as its operational target, the Bank is accommodating the first-round effects of changes in food and energy prices and indirect taxes on the total CPI. It will not, however, accommodate second-round influences on prices that result from the spillover of the first-round effects to inflation expectations. Despite the sharp rise in energy prices over the past year, there is to date no evidence of such second-round effects on core CPI inflation, but the Bank will continue to monitor the evidence closely.

---

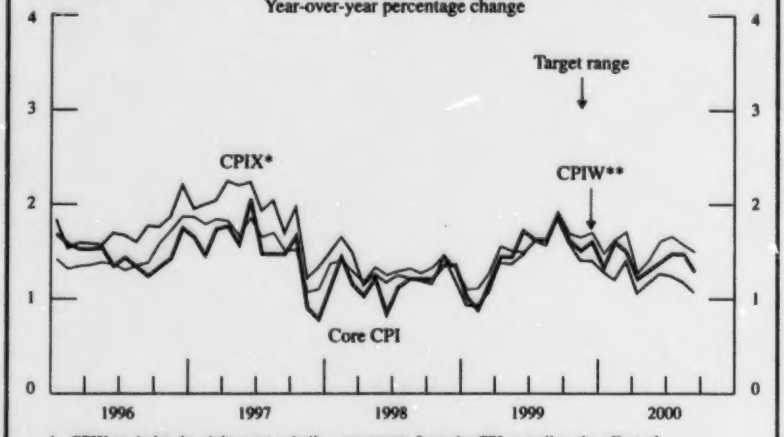
1. Alternative measures of underlying inflation have also been developed based on the statistical properties of the CPI components. Two of these alternative measures—CPIX and CPIW—are shown in Chart 2. See Laflèche (1997) for a discussion of these alternatives.
2. See Bank of Canada (1991b).

is continuing (Technical Box 2). Competitive pressures in the retail sector have also remained intense and have contributed to discounting—especially on motor vehicles and household appliances. More generally, the resulting negative surprise in core inflation is also consistent with the continued presence of some slack in product markets during the first half of the year.

Chart 2

Core CPI and Statistical Measures of the Trend Inflation Rate

Year-over-year percentage change



* CPIX excludes the eight most volatile components from the CPI as well as the effect of indirect taxes on the remaining components.

** CPIW adjusts each CPI basket weight by a factor that is inversely proportional to the component's variability.

Energy prices have pushed up the total CPI . . .

Although core CPI inflation has remained stable, the rate of increase in the total CPI has fluctuated between 2 per cent and 3 per cent over the past six months. Both the variability and the net upward movement in the rate of increase in the total CPI largely reflect surging energy prices. Strong growth in the global demand for oil, together with only modest increases in world production, has resulted in sharply higher oil prices. This has pushed up the retail prices of both gasoline and fuel oil.[1] A jump in natural gas prices at the producer level has also contributed to a marked rise in prices at the consumer level.

. . . but have had little impact on core inflation.

Despite these broad-based energy-price increases, the first-round effects of higher energy costs on the core CPI remain small, and there is no evidence of second-round effects from inflation expectations. The effect of the energy price increases on the level of the core CPI is estimated to have been less than 0.2 per cent

1. The current basket weights of the CPI energy components are: gasoline and fuel oil, 4.51 per cent; natural gas, 1.02 per cent; and electricity, 2.65 per cent.

Technical Box 2

Reduced Pass-Through into the Core CPI

The underlying trend of inflation is determined by inflation expectations and by the balance between overall demand and supply in the economy. In the short run, however, both the core and total CPI are also affected by changes in the relative prices of key goods and services, either directly or indirectly. Two particularly important relative prices are the exchange rate—the relative price of the Canadian dollar vis-à-vis other currencies—and the prices of energy commodities relative to other goods and services.

The impact of persistent changes in the exchange rate on the core CPI has traditionally been estimated at about 20 per cent of the percentage change in the Canadian dollar. This corresponds roughly to the import content of the 1986 core CPI basket of goods and services. Since the import share of the core CPI has risen from about 15 per cent in 1976 to about 27 per cent in 1997, one might have expected the direct effect of the *pass-through* of exchange rate changes to the core CPI to have risen as well. Instead, it seems to have diminished since the mid-1980s, based both on econometric evidence and on event analysis.[1] Two episodes of significant Canadian dollar depreciation (the first between the fourth quarter of 1991 and the end of 1994, and the second between mid-1997 and the end of 1998) indicate that the cumulative percentage change in the prices of goods with high import content was much less than would have been expected based on the exchange rate movement and the change in the price of comparable goods in the United States.[2] Studies of major depreciations in other countries (such as the United Kingdom and Sweden) have also found relatively little exchange rate pass-through to consumer prices during the 1990s (Cunningham and Haldane 1999).

Various explanations for the low exchange rate pass-through in the first half of the 1990s, such as the effects of major restructuring in the retail sector, were put forward. These explanations are less useful in explaining why low pass-through is apparently continuing in Canada and why it has been a common experience in many industrial countries. It may well be that the low-inflation environment itself is changing price-setting behaviour. When inflation is low, and the central bank's commitment to keeping it low is highly credible, firms are less inclined to quickly pass higher costs on to consumers in the form of higher prices. Indeed, empirical evidence suggests that lower inflation has reduced the persistence of inflationary shocks (Taylor 2000). If changes in relative costs and prices, such as fluctuations in the cost of imported goods and services, are not viewed as persistent, they are less likely to affect inflation expectations and, hence, the longer-term inflation rate.

The low-inflation environment may also have implications for the lower pass-through of energy prices into core inflation, although empirical evidence on this is limited. To date, the pass-through into the core CPI of the sharp rise in crude oil prices since late 1998 has been small when compared with the estimated long-run effect.[3] For example, the increases in the prices for air and truck transportation have been smaller than would have been predicted on the basis of the share of energy costs in the total costs of these services.

---

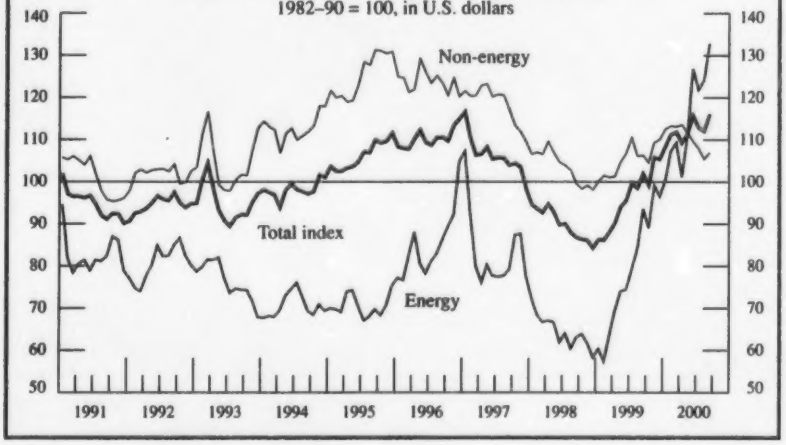
1. Fillion and Léonard (1997) found that the exchange rate pass-through coefficient in a Phillips-curve model was considerably higher during the high-inflation period of 1974–82 than during times of low inflation. This has been confirmed in an updated estimation of the model.
2. For a discussion of the first episode, see Laflèche (1996–97).
3. See Technical Box 1 in the May 2000 *Report* for a discussion of the estimated long-run effects.

since the end of 1998 and less than 0.1 per cent over the past year. This increase largely reflects first-round cost-based effects on the prices of interurban transportation. The phenomenon of low pass-through, also evident in the effects of exchange rate changes on the core CPI, may partly reflect the increased credibility of low-inflation policies (Technical Box 2).

Chart 3

Bank of Canada Commodity Price Index

1982–90 = 100, in U.S. dollars



After rising considerably in 1999 and into early 2000, the prices of non-energy commodities have eased since the beginning of May, in spite of the continued strong expansion of the global economy (Chart 3). The appreciation of the U.S. dollar against major currencies has been an important factor impeding further recovery in the U.S. dollar price of many commodities. Moreover, ample supplies have led to a decline in the prices of agricultural commodities. Lumber prices have also come under considerable downward pressure, because of slower growth in U.S. construction activity and excess capacity in the industry.

The substantial gains in the prices of Canada's energy commodity exports over the past year, together with the increase in the prices of non-energy commodities through to the end of the first quarter of 2000, largely explain why the annual increase in the chain price index for GDP (a broad price measure of the goods and services produced in Canada) remained well above that of core inflation at mid-2000 (Chart 4). Federal pay-equity payments also boosted the level of the chain price index for GDP by about 0.6 per cent in the second quarter.

Chart 4

Chain Price Index for GDP, Core CPI, and Total CPI

Year-over-year percentage change

Factors at work on inflation

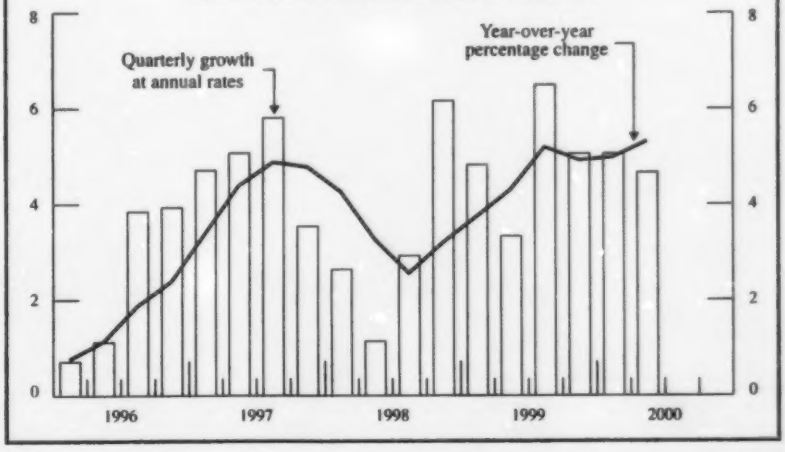
Aggregate demand

Real GDP growth remained well above that of potential output.

After a gain of 5.8 per cent at an annual rate in the second half of 1999, Canada's real GDP rose at 4.9 per cent in the first half of 2000 (Chart 5). Thus, while growth eased slightly, it was still strong and well above the growth of potential output. This growth in economic activity was led by increases in exports and in business investment in machinery and equipment. For the third quarter of 2000, current information points to continued robust growth in a range of 3.5 to 4.5 per cent.

Chart 5

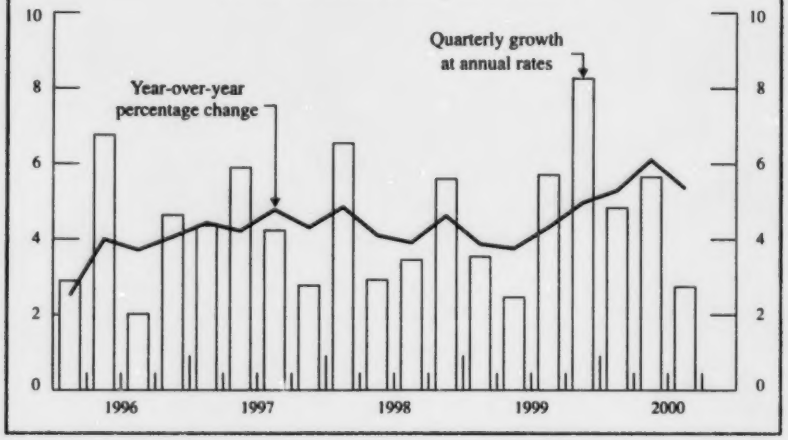
Real Gross Domestic Product in Canada



After growing rapidly in the first half of 2000, the U.S. economy slowed in the third quarter (Chart 6). Although growth of investment in equipment and software fell from the levels seen in previous quarters, it remained strong.

Chart 6

U.S. Real Gross Domestic Product



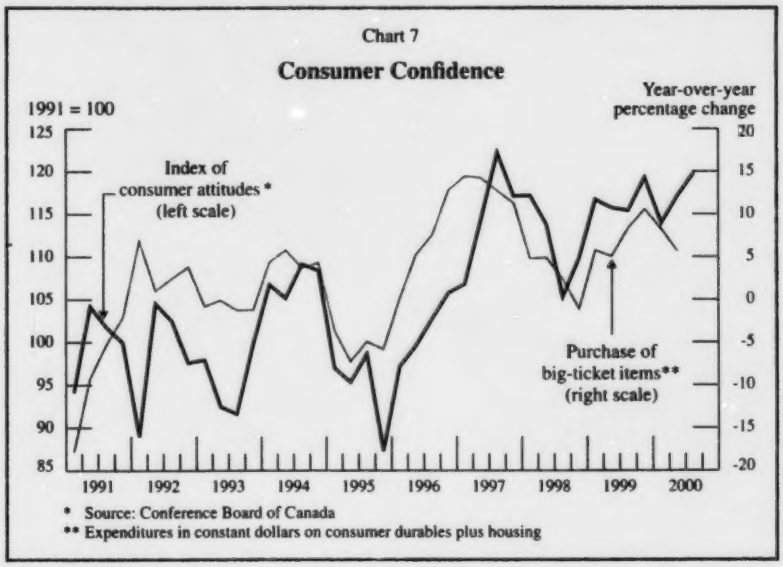
With solid U.S. aggregate demand and the favourable competitive position of Canadian industry, growth in Canada's exports, particularly shipments of high-technology equipment, remained buoyant in the first half of 2000. A further expansion in the volume of commodity exports also contributed to growth. Early information suggests that exports expanded less rapidly in the third quarter.

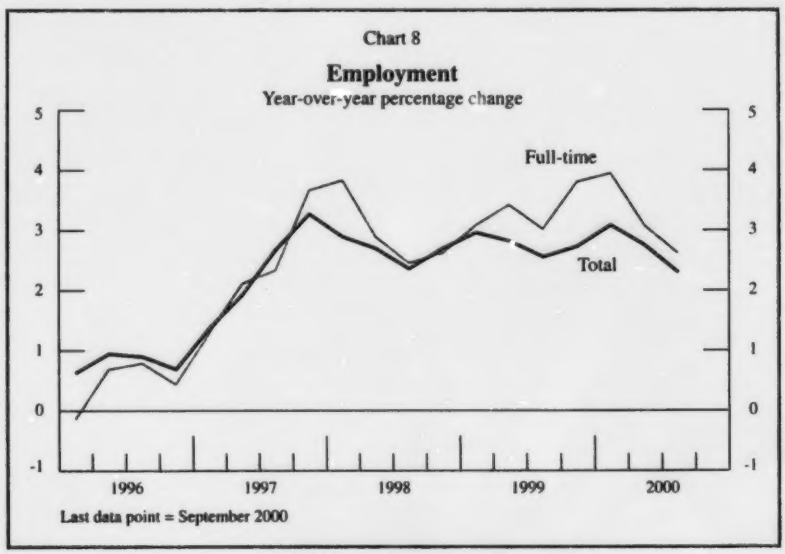
Gains in household spending continued to be substantial.

High levels of consumer confidence and further gains in real disposable income supported household spending in Canada, which continued to grow substantially in the first two quarters of 2000, although at a slower pace than in the second half of 1999 (Chart 7). In particular, expenditures on interest-sensitive items such as housing and motor vehicles fell back in the first half of the year. Information to date, however, suggests that spending on these big-ticket items recovered in the third quarter.[2] The increase in real personal income was supported by further gains in employment (Chart 8) and by the one-time effect of the federal pay-equity settlements.[3]

2. Some of the decline in construction activity (both residential and non-residential) in the second quarter of 2000 was the result of a labour dispute in the Toronto area.

3. The federal pay-equity settlements are estimated to have added about 0.7 per cent to the level of personal income in the second quarter of 2000.





Investment in machinery and equipment continued to soar . . .

Capital expenditures by businesses rose rapidly in the first six months of this year, supported by further marked gains in profitability and high levels of confidence. Spending on machinery and equipment continued to soar, with growth in the first half of the year averaging over 23 per cent at an annual rate, up from the 16 per cent rate registered in the second half of 1999. This sustained increase in investment reflects the continued surge in demand for computers and related high-technology equipment.

Spending on structures, especially by the oil and gas sector, also rose considerably in the first half of this year. Early indicators for the third quarter of 2000 point to further robust investment growth.

Against a background of vigorous demand, inventory investment edged down in the first half of 2000, suggesting that some of this strength was unanticipated.

. . . contributing to another marked gain in import volumes.

Imports continued to expand sharply in the first six months of 2000, chiefly because of the heavy business investment in machinery and equipment. Imports of industrial materials also rose considerably because of the marked increase in output needed to meet buoyant export demand.

Since imports rose somewhat less than exports, the trade surplus was up slightly in volume terms. The terms of trade increased still further, largely because of rising energy prices. Thus, the current account balance (in dollar terms) improved considerably in the first half of this year, averaging a surplus of 1.7 per cent of GDP. Preliminary data suggest that the current account position in the third quarter of 2000 likely remained strong, with further gains in the terms of trade offsetting a reduction in the real trade balance.

Cost control

Wage increases appear to have risen to about 3 per cent.

Wage developments are particularly important when monitoring changes in aggregate costs, since labour costs account for more than half of total costs. According to available indicators, wages appear to have increased by about 3 per cent in the first half of 2000. Given recent growth in labour productivity, the underlying rise in labour costs remains consistent with core inflation staying well within the inflation-control target range.

The year-over-year increase in the average hourly wage (excluding overtime) for permanent workers was 3.5 per cent in the third quarter of 2000, up from 3.0 per cent in the fourth quarter of 1999. Another broad measure of wage change, the underlying year-over-year increase in labour income per person-hour, was about 3 per cent in the second quarter of 2000.[4] The average annual wage increase in the unionized private sector was 2.3 per cent in the first eight months of 2000, down slightly from the average gain of 2.6 per cent last year (Chart 9).

4. The underlying year-over-year rise in labour income per person-hour excludes the effect of the federal government pay-equity settlements, which added 1.1 per cent to the level of aggregate labour income in the second quarter.

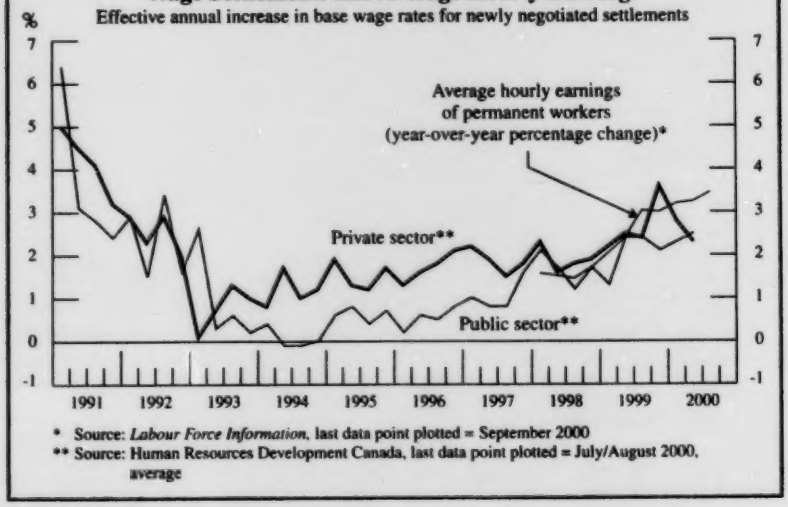
With growth in labour productivity strengthening . . .

Labour productivity, as measured by output per person-hour, strengthened considerably in the first half of 2000, increasing by over 2.5 per cent from the second quarter of 1999 to the second quarter of 2000 (Chart 10). The substantial gains in business expenditures on machinery and equipment in recent years may be starting to affect the trend rate of labour productivity growth.[5] This improvement in the growth of output per worker helped hold the increase in unit labour costs (excluding the effect of the federal pay-equity settlements) at mid-year to just over 1 per cent on a year-over-year basis.

. . . underlying unit labour costs rose only modestly.

Chart 9

Wage Settlements and Average Hourly Earnings



* Source: *Labour Force Information*, last data point plotted = September 2000

** Source: Human Resources Development Canada, last data point plotted = July/August 2000, average

5. Much of the growth in real GDP over the past year has been concentrated in high-technology goods and services, the prices of which have fallen considerably since 1992. The resulting contribution to aggregate growth from these high-technology items is overstated in the standard real GDP measure, which currently values output at 1992 prices. If the chain Fisher volume index for GDP were used instead—as is done for U.S. real GDP—the year-over-year rise in output per person-hour in the second quarter of 2000 would be reduced to 2 per cent. Nevertheless, whichever measure of aggregate output is used, the growth of labour productivity over the past year is well above the trend annual rate of growth over the 1975–99 period of about 1 per cent.

Chart 10

Unit Labour Costs and Labour Productivity

Year-over-year percentage change*

* Estimates of the year-over-year percentage changes for both unit labour costs and labour income per person-hour in 2000Q2 exclude the effects of the federal government pay-equity settlements.

Estimated pressures on capacity

The latest data provide a more optimistic assessment of the current level and prospective growth of potential output. At the time of the May *Report*, various indicators suggested that the Bank's conventional estimate of potential output may have been underestimating the actual amount of aggregate capacity in the Canadian economy. The most recent update of this measure of potential output (Technical Box 3) now suggests that the Canadian economy was operating slightly below capacity output at the end of 1999, instead of close to three-quarters of one per cent above its production capacity, as indicated in the last *Report*.

While the conventional measure of potential output suggests that the economy has moved into excess demand . . .

Nonetheless, the revisions to the conventional measure now suggest that the economy may have moved into a position of excess demand in the first half of 2000, since aggregate output growth continued to outstrip the estimated expansion of capacity (Chart 11).

As always, it must be emphasized that there is a large degree of uncertainty around these estimates of the output gap. And since the conventional measure adjusts with a lag, it carries an upside risk at times of increased technological change. Adding to this risk is the surge in investment in computer and information technology since 1996 and the more intense restructuring of Canadian businesses in the 1990s.[6] Therefore, the Bank follows a broad range of capacity indicators.

6. Kwan (2000) discusses the results of a recent survey of firms undertaken by Bank of Canada regional representatives to compare restructuring initiatives in the 1980s and the 1990s.

Technical Box 3

Revisions to the Conventional Measure of Potential Output

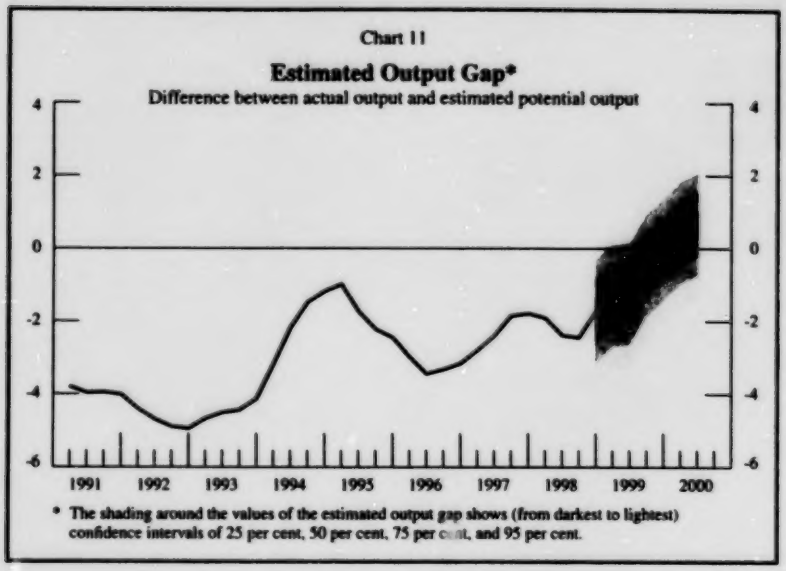
Potential output is the sustainable level of goods and services that the economy can produce without adding to inflationary pressures. Because potential output is not directly observable, it must be estimated. At the Bank, estimates of potential output are constantly updated on the basis of new data and results of ongoing research that attempts to identify trends in the determinants of potential output.

The most recent update of the Bank's conventional measure of potential output provides a more optimistic assessment of the economy's production capacity than was given in the May *Report*. The updated measure suggests that the economy was likely just below production capacity at the end of 1999. This upward revision to the level of potential output comes from a higher assessment of the trends in both labour availability and labour productivity growth in light of revised GDP data and recent developments in wage and price inflation.

The reassessment of the historical trend in labour availability partly reflects the strong rebound in the labour market since 1997, which has occurred without generating significant cost pressures. In particular, estimates of trend participation rates for youth and older workers were revised upwards in light of the stronger-than-anticipated rebound in labour force participation rates for these groups. Structural reforms in labour markets have also likely increased labour availability. In addition, a review of the recent growth in labour productivity suggests that its trend has been higher than previously estimated. However, the rebound in productivity growth remains within a normal range of variation.

The higher trends in the growth of labour availability and labour productivity, when combined with continued strong capital investment, raise the conventional projection for the growth rate of potential output in 2000, and over the next several years, to the 2.75 to 3.25 per cent range. This is higher than the 2.5 to 3.0 per cent range given in the May *Report*.

The conventional measure of potential output will continue to be updated as new information becomes available. Nevertheless, because of its reliance on historical data, the conventional measure adjusts to shifts in underlying trends with a lag. At a time of rapid technological change, this imparts an upside risk to conventional estimates of potential output. Judgments on the level of potential output relative to actual GDP must therefore rely on a broader set of capacity indicators and measures of inflationary pressures.



. . . there is still a risk that this measure underestimates the economy's production capacity.

Some of these other indicators suggest that there was still slack in product markets during the first six months of this year. Chief among them is the fact that core inflation has been lower than expected. Furthermore, the ratio of unfilled orders to shipments in the manufacturing sector was largely unchanged over the past year and is below the level reached in 1998. In addition, robust growth in labour-force participation appears to be increasing the supply of labour as fast as demand, and underlying increases in unit labour costs have remained low.

A number of other indicators are more consistent with the view that the economy has now moved into excess demand. The measured rate of capacity utilization in the non-farm, goods-producing sector in the second quarter of 2000 was above the level reached in the late 1980s. There have also been reports of shortages of skilled labour, especially in the engineering, construction, transportation, and hospitality sectors. And there is a risk that, because of the increased credibility of low-inflation policies, pressures on capacity may now take longer to be reflected in actual price and wage developments.

Overall, the weight of the evidence does not confirm the view that the economy had moved into excess demand by mid-year, but it points to an economy that is operating close to full capacity.

3. Achieving the Inflation-Control Targets

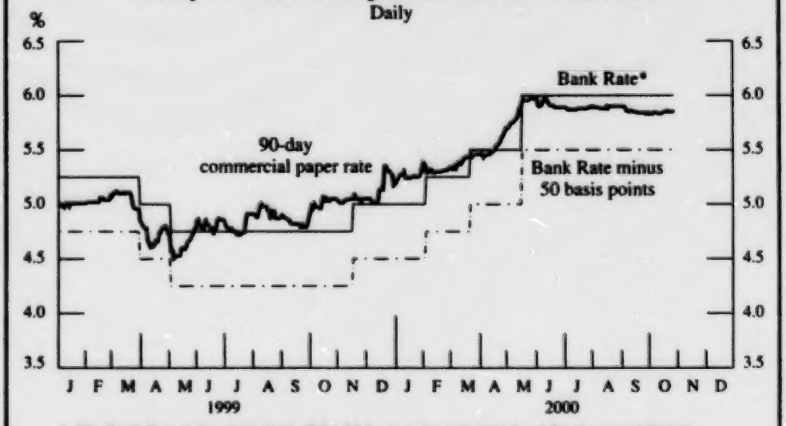
The Bank raised short-term interest rates by 50 basis points to keep trend inflation within the target range.

On 17 May, soon after the release of the May *Report*, the Bank of Canada raised the Bank Rate by 50 basis points to 6 per cent (Chart 12). This action was deemed necessary to keep the future trend of inflation near the midpoint of the Bank's target range of 1 to 3 per cent so that the Canadian economy could continue to grow at a sustainable rate. Since November 1999, the Bank Rate has risen by 125 basis points from the 4.75 per cent level maintained through much of last year.

Chart 12

90-Day Commercial Paper Rate and the Bank Rate

Daily



* The Bank Rate is the upper limit of the 50-basis-point operating band for the overnight rate.

The Bank's action in May, which followed a similar move by the U.S. Federal Reserve, was prompted by concerns about future pressure on capacity limits arising from strong international and domestic demand for Canadian products. Since the United States is a major source of demand for Canadian exports, the Fed's action in response to rapid growth in that economy underscored the continued risk that U.S. demand and inflation pressures could spill over into Canada. The Bank's decision to follow the Fed's move reflects the current similarities in cyclical conditions in the two countries, particularly the strong growth rates of aggregate demand. There are, nevertheless, some significant differences between the two. Since core inflation is lower in Canada than in the United States and since our economy has not been growing as quickly, or for as long, as theirs, the target for the Canadian

overnight rate remains 75 basis points below the U.S. target rate for federal funds.

The timing and magnitude of policy rate increases in both countries had been widely expected in financial markets, so that most of the rise in 90-day commercial paper rates occurred prior to the central bank actions. Since then, 90-day paper rates have declined slightly, and financial market participants now generally expect rates to remain steady over the next few months. Market participants interpret recent data as indicating that the U.S. economy is slowing down, and they appear to believe that productivity gains will raise potential growth in both countries, reducing the need for further interest rate hikes.

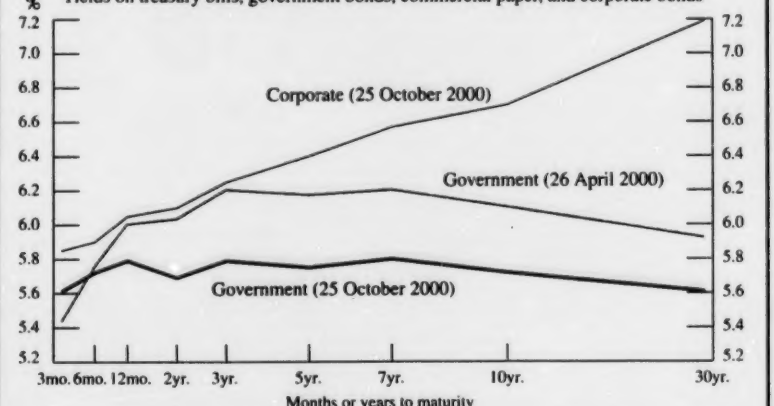
Bond yields declined as markets perceived lower inflation risks after central bank moves.

North American bond yields declined following the central bank moves, as tighter monetary conditions reduced the perceived risk of an increase in inflation. More recently, rising uncertainty in global financial markets has pushed U.S. yields down relative to Canadian yields, and Canada/U.S. spreads have turned slightly positive for maturities of 5 to 10 years. While actual and anticipated reductions in government debt continue to put downward pressure on long-term government bond yields, the inversion of the yield curve for longer-term bonds is slightly less pronounced than it was at the time of the May *Report*. The yield curve for Canadian corporate bonds, which has been less affected by the reduced supply of government debt, continues to have a normal positive slope (Chart 13).

Chart 13

Term Structure of Interest Rates in Canada

Yields on treasury bills, government bonds, commercial paper, and corporate bonds



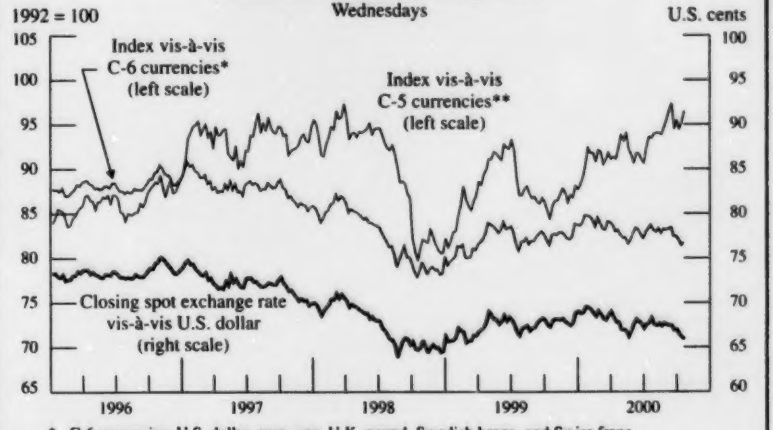
While fluctuating against the U.S. dollar, the Canadian dollar has appreciated sharply against other major currencies.

The Canada/U.S. exchange rate has generally fluctuated between 65.3 and 68.3 cents (US) since the May *Report* (Chart 14). The Canadian dollar has been affected by shifts in market expectations concerning the relative strength of the Canadian and U.S. economies, the prospects for Canada/U.S. interest rate differentials, and the recent volatility in global financial markets. Recent weakness in the prices of non-energy commodities may also have negatively affected the Canadian dollar. However, a low and stable inflation environment, the strength of real GDP, and the large current account surplus recorded in the second quarter have provided support to the Canadian dollar. The U.S. dollar has remained strong against most major currencies, as the U.S. economy continues its robust growth with low inflation and substantial productivity gains. More recently, it strengthened further, as nervous global investors have sought out U.S. assets. The Canadian dollar has also risen strongly against most other major currencies, gaining about 5 per cent against the British pound sterling since the beginning of the year and about 12 per cent against the euro.

Chart 14

Canadian Dollar Exchange Rate

Wednesdays



* C-6 currencies: U.S. dollar, euro, yen, U.K. pound, Swedish krona, and Swiss franc

** C-5 currencies: excludes U.S. dollar

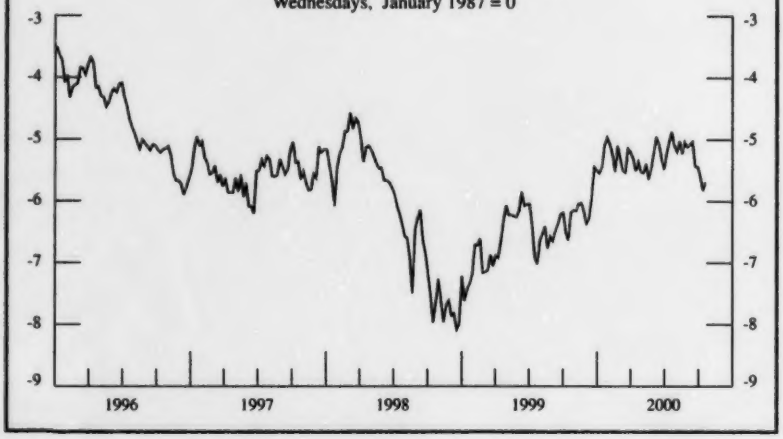
During most of the past six months, the Bank's monetary conditions index fluctuated in a range of -5.5 and -5.0. More recently, it has been in the -5.5 to -6.0 range, reflecting the fluctuation of the Canadian dollar against the U.S. dollar (Chart 15).

Beginning in December, the Bank is adopting a new system of pre-set dates for implementing Bank Rate changes (Technical Box 4). The new system will improve the implementation and effectiveness of monetary policy by focusing attention on Canadian economic conditions and fostering a better understanding of central bank decisions.

Chart 15

Monetary Conditions Index

Wednesdays, January 1987 = 0



Technical Box 4

Fixed Announcement Dates for Monetary Policy Actions

The Bank is adopting a new system of eight "fixed" or pre-specified dates each year for announcing changes to the Bank Rate. This system replaces the current approach in which the Bank Rate can be adjusted on any business day. Beginning with the first fixed announcement date in December, the Bank will be issuing a press release at 9 a.m. on each of the eight fixed dates, whether or not there is a change in the Bank Rate, to explain the key factors behind the decision. A system of eight dates is consistent with the flow of information that the Bank uses to gauge changing trends in the economy. Under the new system, the Bank retains the option of intervening between fixed dates, although it would exercise this option only in extraordinary circumstances.

The Bank believes that fixed announcement dates will make monetary policy more effective. Fixed dates will reduce the uncertainty in financial markets associated with not knowing exactly when a Bank Rate change may be announced and should contribute to the improved functioning of financial markets. With eight additional opportunities for the Bank to report on the economy and monetary policy, the new system should help market participants and the public to better understand the Bank's assessment of the economic situation in Canada and to anticipate the direction of monetary policy. In addition, since the Bank's schedule of fixed dates will differ from that of the Federal Reserve, more attention will be focused on Canadian economic and monetary circumstances leading to monetary policy decisions. Fixed dates will also provide a regular opportunity to emphasize the medium-term perspective of monetary policy and will generally increase the Bank's transparency, accountability, and dialogue with the public.[1]

Schedule of Upcoming Announcement Dates

Tuesday 5 December 2000
Tuesday 23 January 2001
Tuesday 6 March 2001
Tuesday 17 April 2001
Tuesday 29 May 2001
Tuesday 17 July 2001
Tuesday 28 August 2001
Tuesday 23 October 2001
Tuesday 27 November 2001

1. For more information on fixed dates, see the Bank's press releases of 19 September and 30 October 2000.

4. The Outlook for Inflation

Our analysis suggests that core CPI inflation in Canada will gradually rise and reach the midpoint of the Bank's 1 to 3 per cent target range in the second half of next year. Assuming that world oil prices do not rise further from the high levels observed in recent months, the annual rate of increase in the overall CPI is expected to decline gradually towards the 2 per cent mark over that period. However, several key uncertainties surround this projection.

International background

Strong global economic growth and higher energy prices are tilting the balance of risks towards increased inflation pressures.

Since mid-1999, global economic growth has become more synchronized and is showing strong momentum. This development is tilting the balance of risks towards greater inflation pressures and could lead to increases in policy-determined interest rates in some countries. Higher energy prices have not yet had a significant impact on world output growth. The longer energy prices remain high, however, the more likely it is that they will adversely affect growth in countries dependent on oil imports. High energy prices also add to the inflation risk through their possible effect on inflation expectations in some countries. On the other hand, credibility gains made by various monetary authorities in recent years should help reduce this risk.

The recovery of many emerging-market economies from the 1997–98 financial crisis continues. Strong increases in the volume of exports, particularly to the United States, initially accounted for much of the recovery in these economies. More recently, however, domestic demand has strengthened significantly.

Economic activity in Europe is expected to remain solid.

In the euro area, the pace of real GDP growth stabilized at about 3.5 per cent in the first half of 2000, and activity is expected to remain solid in coming quarters as domestic demand firms and the depreciation of the euro exerts a stimulative effect on exports. The Bank expects real GDP growth in the euro area to be around 3.5 per cent in 2000 and 3 per cent in 2001.

The Japanese economy is improving but remains fragile.

The Bank of Japan raised its target for the overnight interest rate to 0.25 per cent in August, thus moving away from its "zero-interest-rate policy." The reduction in monetary stimulus was motivated by the surge in output growth in the first half of 2000 led by strong business investment and buoyant demand for Japanese exports. The Japanese economy is still fragile, however: the financial sector requires further restructuring, and household spending remains weak. Japan's recovery could be particularly

affected by high oil prices because of its dependence on imported oil. The Bank expects real GDP growth in Japan to be about 2 per cent in 2000 and 1.5 per cent in 2001.

The U.S. economic expansion is slowing.

Although the momentum of aggregate demand in the U.S. economy remains strong, recent data indicate that overall growth has slowed, particularly in housing and non-residential construction. While past interest rate increases are expected to further moderate growth, the high level of economic activity and a tight labour market continue to pose an inflationary risk. Real GDP growth in the United States is expected to be about 5 per cent in 2000 and 3.0 to 3.5 per cent in 2001. While higher oil prices could further reduce U.S. real GDP growth, they could also prompt higher interest rates if inflation expectations are affected.

Non-energy commodity prices should recover modestly.

Even with modest recourse to the U.S. strategic petroleum reserve, crude oil prices are expected to remain relatively firm through the winter but may ease as warmer weather arrives. Prices for non-energy commodities are expected to move up, in line with growth in global demand.

Aggregate demand and supply in Canada

Canadian export growth should ease.

Economic prospects for the United States are an important element in the economic outlook for Canada. In particular, growth in Canadian exports is expected to ease over the next 18 months, in line with the projected slowing of the U.S. expansion. Reduced stimulus from the earlier depreciation of the Canadian dollar, as well as the recent weakness in non-energy commodity prices, should also act in the same direction. Nonetheless, both the growth and level of exports are expected to remain high. The strength in energy prices may also contribute to slower growth in the manufacturing sector, but could boost investment, exploration, and exports by energy producers.

Growth in household spending should remain robust . . .

Household spending in Canada is expected to grow at a robust pace, supported by favourable labour market conditions and recent decreases in personal income tax rates. Recent equity market volatility and the effects of higher energy prices on disposable incomes could, however, temper spending plans.

. . . while business investment may advance at a more moderate pace.

The growth of business investment is expected to fall back from the very strong pace recorded over the past several quarters, but should continue to contribute strongly both to aggregate demand and to the economy's capacity to produce. Import growth is also expected to ease, chiefly reflecting less rapid increases in exports and in the demand for investment goods.

The most recent consensus among private sector forecasters is for real growth in Canada's GDP (on an annual average basis) of 4.7 per cent for 2000 and 3.5 per cent for 2001. At the time of the

May *Report*, the consensus forecast called for growth of 4.1 per cent in 2000 and 3.1 per cent in 2001.

Output growth of close to 5 per cent is expected in 2000 . . .

With the upward revision to growth in the second half of 1999 and the relatively strong performance of the economy in the first half of this year, the Bank expects Canada's output growth in 2000 to be close to 5 per cent.[7] For next year, the Bank sees output growth in Canada in a range of 3 to 4 per cent. This is higher than the projected range for growth in potential output—2.75 to 3.25 per cent. This outlook implies that the Canadian economy would continue to take up remaining slack in the second half of this year and could move into excess demand in late 2000 or early in 2001. The outlook, however, also incorporates a profile of decelerating output growth through 2001, consistent with the projected slowdown of the U.S. economy.

. . . slowing to between 3 and 4 per cent in 2001.

When projecting the balance between demand and supply for 2001, there is uncertainty not only about the current *level* of potential output, but also about the *growth rate* of future production capacity. While the growth of potential output could ratchet up if the benefits of new information and communications technology spread through a wide range of Canadian industries, the Bank is inclined to take a cautious approach to projecting a higher trend rate of potential growth.

Measures of inflation expectations

Higher energy prices have not increased longer-term inflation expectations.

Public expectations about the increase in the CPI over the near term have risen slightly as a result of higher energy prices. To date, however, this has not significantly affected longer-term inflation expectations, which remain close to 2 per cent.

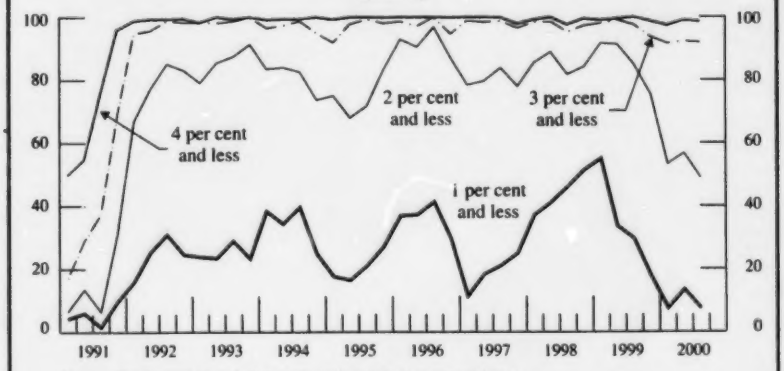
The Conference Board reported in its autumn *Index of Business Confidence* that 49 per cent of its regular business survey respondents expected prices, in general, to increase over the next six months at a rate of 2 per cent or less, and 92 per cent expected a rate of 3 per cent or less (Chart 16). These percentages are down from a year ago, particularly for respondents expecting inflation of 2 per cent or less. The downward movement implies that expectations of short-term inflation have increased and are now centred closer to the midpoint of the Bank's target range. The average private sector forecast for the rate of increase in the total CPI is 2.7 per cent in 2000 (up from 2.3 per cent last spring) and 2.4 per cent in 2001 (up from 2.1 per cent last spring). Typical

7. In the Bank's August *Update*, real GDP growth this year was expected to be between 4.25 and 4.75 per cent on an average annual basis, slightly more than projected in the May *Report*.

Chart 16

Percentage Distribution of Expected Price Increases Over the Next Six Months

Quarterly

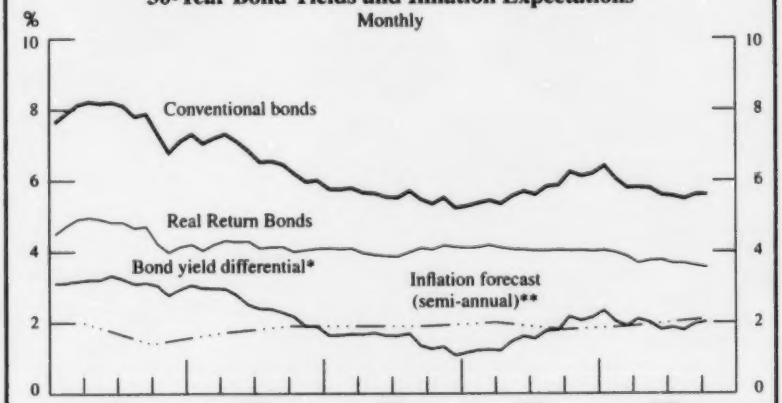


Source: Conference Board of Canada, *Index of Business Confidence*

Chart 17

30-Year Bond Yields and Inflation Expectations

Monthly



* The differential is calculated using the compound interest formula.
** Source: Consensus Economics Inc.

forecasts of longer-term inflation remain between 1.8 and 2.1 per cent, depending on the time horizon (Chart 17).

The differential between conventional bonds and Real Return Bonds has remained close to 2 per cent. The supply factors affecting bond markets have made it difficult to extract reliable information from this measure. It therefore cannot be inferred that long-term inflation expectations are exactly at the level implied by the differential. Nevertheless, the differential does suggest that investors are confident that there will not be a long-run pickup in inflation.

Other factors affecting inflation

Higher energy prices are expected to have only a small effect on core inflation.

The impact on the core CPI of this year's substantial hike in crude oil prices is still predicted to be small. So far, the price effects have been largely restricted to air fares and local transportation costs. While the risk of further pass-through of these higher costs to other components of the core CPI has increased because of their persistence, their effect is still expected to be modest. Competition in the retail sector is likely to remain strong, and firms may try to economize on the use of energy.

Assumptions about crude oil prices, however, significantly affect the near-term outlook for the total CPI. If crude oil prices are about US$30 per barrel for West Texas Intermediate by year-end, the year-to-year rise in the total CPI should ease to about 2.5 per cent in the first quarter of 2001. By comparison, prices of US$35 per barrel and US$25 per barrel would imply a year-over-year increase in the CPI of about 3.4 per cent and 1.7 per cent, respectively, in the first quarter of 2001.

Wage increases are expected to be in line with productivity growth and projected inflation. The Bank's September survey of industry associations suggests that wage increases will rise over the next 12 months. The implications of higher wage growth for unit labour costs should be offset, to some extent, by rising growth in labour productivity, with the rate of increase in unit labour costs rising to a level consistent with projected inflation.

Other indicators of inflation pressures

Asset prices tend to be sensitive to expectations of inflation and economic growth. In the late 1980s, for example, a surge in housing prices preceded an upturn in core inflation.

In 1999, housing prices moved up noticeably, but there are some indications that activity in the housing market may be easing, partly in response to the increase in interest rates that has taken place since November 1999. The year-over-year rise in prices for existing homes (based on the Royal LePage index) was 5.1 per cent in the second quarter, down slightly from the rate observed at the end of 1999. On the other hand, the year-over-year increase in new home prices rose a little further to 2.4 per cent in August, largely because of higher costs for labour and construction materials.

Monetary and credit indicators

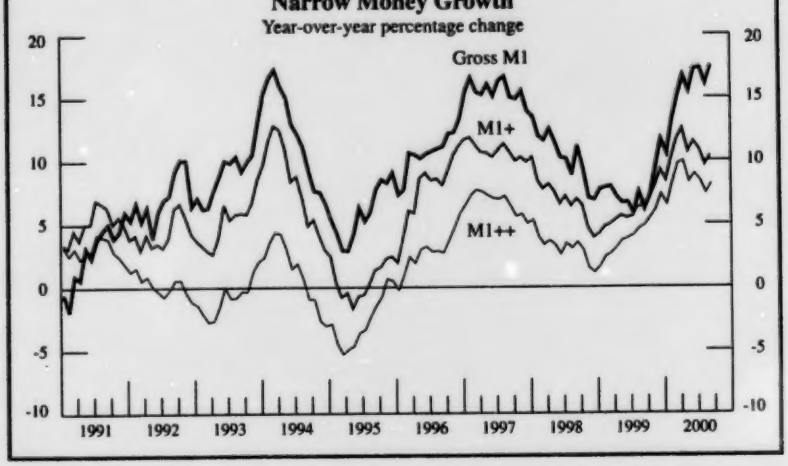
Money growth remains strong, indicating a robust economy and a small increase in underlying inflation.

Growth in the narrow money aggregates has slowed somewhat in recent months from the very rapid pace recorded in early 2000, but it remains strong on a year-over-year basis (Chart 18). Year-over-year growth in gross M1 was about 17 per cent in September. Part of this strength, however, stems from factors that raised the growth of M1 relative to that of underlying transactions balances. Most notable in early 2000 was the increase in bank deposits of financial intermediaries. As Technical Box 5 explains, our best estimate of the growth in underlying transactions balances is about 6 to 8 per cent.

Chart 18

Narrow Money Growth

Year-over-year percentage change



Growth in M1+ and M1++ also remains robust on a year-over-year basis at 10 per cent and 8 per cent, respectively, but at a considerably lower rate than that of M1. These aggregates are influenced, to some extent, by some of the special factors affecting M1.

When the special factors are taken into account, the recent pace of expansion in narrow money suggests that real GDP will grow at a rate of around 3.75 per cent in 2001. This is broadly consistent with the Bank's overall projection (Chart 19). The growth in narrow money aggregates also suggests that core inflation will be moving up to the midpoint of the target range towards the end of 2001.

Technical Box 5

Narrow Money Growth: M1 vs. Underlying Trend

M1 has grown by about 17 per cent in the last 12 months, but the Bank's best estimate of underlying growth in transactions balances is in the order of 6 to 8 per cent. That is, it is estimated that about 10 percentage points of the recent growth in M1 are due to special factors that pushed the growth rate of measured M1 considerably above the underlying growth of transactions balances. This box explains the reasoning behind this large gap.

One way to estimate the underlying growth in transactions balances is to identify and quantify the different special factors affecting M1, and then subtract these from the measured growth rate. A common source of distortion occurs when money balances not held to make purchases of goods and services are included in the M1 measure. One example of this type of distortion has been increased cash balances held with investment dealers for the purpose of making financial transactions. Another important distorting factor has been the growth of deposits at banks held by non-bank financial intermediaries. These are not transactions balances, since they are likely being held by financial intermediaries trying to offset various liabilities on their own books. Another type of distortion is the movement of transactions balances between accounts that are part of M1 and those that are not. This type of substitution significantly affected M1 growth in the second half of the 1990s, and may again be important in 2000, associated in part with the promotion of more competitive interest rates on a number of banks' chequing accounts. The broader aggregates internalize many of these movements in funds, and this is likely one reason why M1++ is growing at a more moderate rate than M1.

Another way to determine underlying growth in transactions balances is to use an estimate based on an econometric model of long-run money demand. The estimate of "adjusted M1" is based on the historical relationship between M1 and other economic variables.[1] Adjusted M1 is currently growing at about 7 per cent year-over-year.

When both methods give similar results as to the size of distortions, there is increased confidence in estimates of underlying growth. In the first quarter of this year, the gap between the year-over-year growth in M1 and adjusted M1 was very close in magnitude to our add-up of distortions—around 6 percentage points.[2] More recently, however, growth in deposits held by financial institutions and free-credit balances appear to be contributing only about 3 percentage points to growth. Nevertheless, we continue to believe that distortions are important. Therefore, our best estimate of underlying growth at present is based largely on adjusted M1 and is on the order of 6 to 8 per cent. This is also consistent with the current pace of growth of M1++.

---

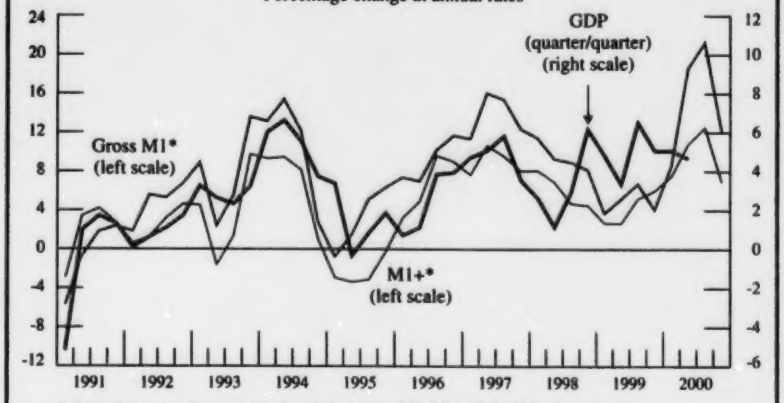
1. For more details, see Atta-Mensah (2000).
2. Note that these estimates are based on end-of-quarter data, which may differ from data based on quarterly averages.

The pace of expansion in the broad aggregate M2++ has been relatively stable over recent months. Year-over-year growth in September was 8.3 per cent (Chart 20). Growth in M2++ suggests a similar profile for core inflation as that implied by the narrow aggregates, consistent with inflation remaining within the target range.

Chart 19

Real GDP Growth and Growth of Real Gross M1 and M1+

Percentage change at annual rates



* Two-quarter moving average of growth in gross M1, M1+ (deflated by the core CPI), one quarter earlier

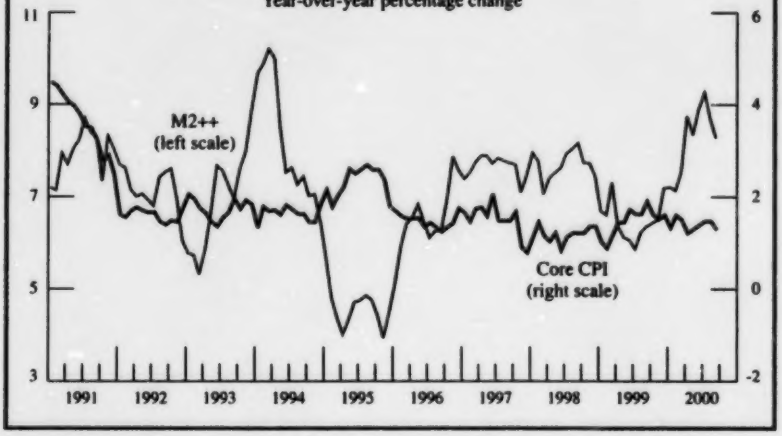
Consumer credit continues to grow moderately, consistent with the outlook for sustained growth in consumer spending. Total business credit has slowed over recent months but remains in line with continued strength in business activities in the near term.

Overall, the information coming from money and credit indicators is consistent with continued strength in real output and some pickup in core inflation.

Chart 20

Core Inflation and Broad Money Growth

Year-over-year percentage change



Inflation projection

A number of forces are expected to contribute to an upward movement in core inflation over the next year. First, longer-term inflation expectations continue to be close to 2 per cent—more than one-half per cent above the current level of core inflation. Second, with output growth projected to remain vigorous, capacity pressures in product and labour markets are expected to become more evident. Third, wage increases are moving up.

Core inflation is expected to rise to 2 per cent in the second half of 2001.

The Bank therefore expects core inflation to rise gradually to 2 per cent in the second half of the next year. If output growth through 2001 slows to a rate more consistent with the growth of potential output, as expected, core inflation should stabilize at about 2 per cent. But there is some risk that the economy could grow more rapidly and move into a more persistent excess-demand situation next year, leading to further upward pressure on inflation.

Recent hikes in crude oil and natural gas prices are expected to keep the rate of increase in the total CPI close to 3 per cent for the rest of this year. If oil prices were to stabilize at levels just below US$30 a barrel, the rate of increase in the total CPI would be expected to move down to about 2 per cent by the end of 2001.

5. CONCLUSIONS

During the past six months, the Canadian economy has continued to expand briskly, outstripping expectations. The rise in energy prices has pushed up the total CPI, but core inflation has remained stable, in the lower half of the Bank's target range for inflation control, and below projected levels.

These developments suggest that the economy still had a margin of unused capacity in the first part of this year, and have led the Bank to raise its estimate of both the current level and the prospective growth of the production potential of the Canadian economy.

While there are signs that the economy has begun to slow, the momentum of demand is still expected to increase pressures on capacity. Specifically, the Bank expects output growth to average close to 5 per cent this year and to slow to a range of 3 to 4 per cent in 2001. As a result, core inflation is projected to rise to the 2 per cent midpoint of the Bank's target range in the second half of 2001. To keep core inflation steady at 2 per cent, the economy would have to grow on average at a rate equal to the growth of capacity in subsequent years.

The main risks to this outlook relate to demand, supply, and inflation expectations. On the demand side, there is the possibility that continued robust growth of U.S. demand for Canadian exports at a time of strong domestic demand could increase inflation pressures in Canada. The rapid growth of M1 adds to this concern. On the supply side, there is a chance that the strength of spending on machinery and equipment and the recent improvement in productivity gains may raise capacity limits beyond currently projected levels. However, the Bank will continue to take a cautious approach to projecting potential output, updating its estimates as evidence accumulates. With respect to inflation expectations, there is a risk that higher energy prices may feed into the prices of other goods and services and into expectations of future inflation.

In these circumstances of strong economic expansion, high levels of economic activity relative to capacity, and increased energy prices, the challenge for monetary policy will be to judge the balance between aggregate demand and supply, to guard against the risk that higher energy prices could affect core inflation and expectations of future inflation, and to adjust monetary conditions in a timely manner so as to preserve the low trend of inflation that has been benefiting the Canadian economy.

The move to a fixed schedule for setting the Bank Rate will help to focus attention on Canadian economic circumstances and will give the Bank more opportunities to emphasize the medium-term perspective of monetary policy.

BIBLIOGRAPHY

Atta-Mensah, J. 2000. "Recent Developments in the Monetary Aggregates and Their Implications." *Bank of Canada Review* (Spring): 3–10.

Bank of Canada. 1991a. "Targets for Reducing Inflation: Announcements and Background Material." *Bank of Canada Review* (March): 3–21.

_____. 1991b. "Targets for Reducing Inflation: Further Operational and Measurement Considerations." *Bank of Canada Review* (September): 3–23.

_____. 1993–1994. "Statement of the Government of Canada and the Bank of Canada on Monetary Policy Objectives." *Bank of Canada Review* (Winter): 85–86.

_____. 1998. "Inflation-control targets extended." Press Release (24 February). *Bank of Canada Review* (Spring): 85–87.

_____. 2000a. "Bank of Canada to adopt fixed dates for announcing Bank Rate changes." Press Release (19 September). *Bank of Canada Review* (Autumn): 49–53.

_____. 2000b. "Bank of Canada releases dates for announcing Bank Rate actions." Press Release (30 October).

Canada. Statistics Canada. *Labour Force Information*. Statistics Canada Catalogue No. 71-001-PPB (monthly). Ottawa: Public Works and Government Services Canada.

Conference Board of Canada. 2000. *Index of Business Confidence* (Autumn).

_____. 2000. *Index of Consumer Attitudes* (Autumn).

Consensus Economics Inc. 1991–2000. *Consensus Forecasts*. Various issues.

Cunningham, A. and A.G. Haldane. 1999. "The Monetary Transmission Mechanism in the United Kingdom: Pass-through and Policy Rules." Prepared for the third Annual Conference of the Central Bank of Chile.

Fillion, J.-F. and A. Léonard. 1997. "La courbe de Phillips au Canada : un examen de quelques hypothèses." Bank of Canada Working Paper No. 97-3.

Kwan, C. 2000. "Restructuring in the Canadian Economy: A Survey of Firms." *Bank of Canada Review* (Summer): 15–26.

Laflèche, T. 1996–1997. "The Impact of Exchange Rate Movements on Consumer Prices." *Bank of Canada Review* (Winter): 21–32.

_____. 1997. "Statistical Measures of the Trend Rate of Inflation." *Bank of Canada Review* (Autumn): 29–47.

Perrier, P. and R. Amano. 2000. "Credibility and Monetary Policy." *Bank of Canada Review* (Spring): 11–17.

Taylor, J. 2000. "Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms." *European Economic Review* 44: 1389–1408.

The Bank of Canada's *Monetary Policy Report* is published semi-annually in May and November. Regular *Updates* are published in August and February. Copies of the full *Report*, the *Summary*, and the *Update* may be obtained by contacting: Publications Distribution, Communications Services, Bank of Canada, Ottawa, Ontario, Canada K1A 0G9.

Telephone: (613) 782-8248; e-mail: publications@bankofcanada.ca
Web site: http://www.bankofcanada.ca

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

– novembre 2000 –

L'épreuve numismatique du dollar en argent sterling de 1998, qui est reproduite en page couverture, a été frappée pour marquer le 125e anniversaire de la fondation de la Police à cheval du Nord-Ouest; cette pièce est l'œuvre d'Adrine Halvorson. Au moment de la création de la Confédération en 1867, le Canada ne comptait que quatre provinces, toutes situées dans l'Est. En 1870, le gouvernement a fait l'acquisition d'un vaste territoire appartenant à la Compagnie de la Baie d'Hudson. Pour que l'on puisse aller de l'avant avec les projets de colonisation de cette région, il fallait d'abord réprimer la contrebande de whisky et établir des relations pacifiques avec les peuples autochtones. En mai 1873, la Police à cheval du Nord-Ouest a été constituée pour faire régner la loi, l'ordre et l'autorité canadienne dans l'Ouest du pays. L'illustration du revers représente un cavalier appartenant à ce service de police, qui, en 1920, allait devenir la Gendarmerie royale du Canada. L'avers est orné d'un portrait de Sa Majesté la reine Élisabeth II, réalisé par l'artiste Dora de Pédery-Hunt.

Banque du Canada
234, rue Wellington
Ottawa (Ontario)
K1A 0G9

3830
CN ISSN 1201-8783

Imprimé au Canada sur papier recyclé

BANQUE DU CANADA

RAPPORT SUR LA POLITIQUE MONÉTAIRE

— novembre 2000 —

Le présent rapport émane du Conseil de direction de la Banque du Canada, composé de Gordon Thiessen, Malcolm Knight, Charles Freedman, Paul Jenkins, Tim Noël, Sheryl Kennedy et Pierre Duguay.

S'il est une chose que les autorités monétaires ont apprise au fil de leurs analyses et de leurs expériences, c'est bien qu'elles ne gagnent rien à suivre des procédures opérationnelles complexes ou une politique monétaire aux objectifs vagues. [...] Pour être efficace, la politique monétaire n'a pas à s'entourer de mystère ou de subtilités alambiquées. Ce dont elle a besoin, c'est d'un objectif clair et d'un instrument simple.

Gordon Thiessen
gouverneur de la Banque du Canada
Conférence prononcée devant la Faculté des sciences sociales
de l'Université Western Ontario
le 17 octobre 2000

TABLE DES MATIÈRES

1. Introduction 5

2. L'évolution récente de l'inflation 6

L'inflation et la fourchette cible..... 6
Les facteurs qui influent sur l'inflation 11

3. La réalisation des cibles de maîtrise de l'inflation 20

4. Les perspectives en matière d'inflation 25

La conjoncture internationale 25
La demande et l'offre globales au Canada... 26
La mesure des attentes relatives à l'inflation 27
Les autres facteurs qui influent sur l'inflation 29
Les autres indicateurs des pressions inflationnistes 30
Les indicateurs de la monnaie et du crédit 30
Les prévisions relatives à l'inflation..... 33

5. Conclusions 35

Bibliographie 36

La stratégie de maîtrise de l'inflation au Canada

La maîtrise de l'inflation et l'économie

- La maîtrise de l'inflation n'est pas une fin en soi; c'est le moyen par lequel la politique monétaire contribue au dynamisme de l'économie.

- Un bas taux d'inflation favorise un fonctionnement plus efficace de l'économie, ce qui aide à améliorer la croissance de l'activité au fil du temps et à atténuer les variations cycliques du revenu et de l'emploi.

L'outil de la politique monétaire

- À compter de décembre 2000, des annonces portant sur l'outil de la politique monétaire de la Banque — à savoir le taux officiel d'escompte, qui correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle pour le taux du financement à un jour — seront effectuées, à moins de circonstances exceptionnelles, à huit dates préétablies pendant l'année.

- En fixant le taux d'escompte, la Banque du Canada exerce une influence sur les taux d'intérêt à court terme pour imprimer à la masse monétaire un rythme d'expansion compatible avec la fourchette cible de maîtrise de l'inflation. Le mécanisme de transmission est complexe et comporte des décalages dont la durée est à la fois longue et variable; l'incidence qu'a une modification des conditions monétaires sur l'inflation se fait sentir généralement sur une période de six à huit trimestres.

Les cibles

- En février 1991, le gouvernement fédéral et la Banque du Canada ont annoncé conjointement l'établissement d'une série de cibles en vue de ramener l'inflation au milieu d'une fourchette de 1 à 3 % pour la fin de 1995. En décembre 1993, il a été décidé de maintenir cette fourchette jusqu'à la fin de 1998. En février 1998, son application a été prolongée jusqu'à la fin de 2001.

- Le gouvernement et la Banque comptent établir, d'ici la fin de 2001, quelle cible à long terme de la politique monétaire est compatible avec la stabilité des prix.

Le suivi de l'inflation

- Une bonne part des variations que connaît l'IPC global à court terme est attribuable aux fluctuations passagères des prix des aliments et de l'énergie et aux modifications des impôts indirects. C'est pourquoi la Banque se concentre sur l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects, mesure qu'elle appelle *indice de référence*.

- En longue période, les mesures de l'inflation fondées sur l'IPC global et sur l'indice de référence tendent à présenter des profils d'évolution similaires. Toutefois, si l'on s'attendait à ce que les deux indices affichent de façon persistante des profils d'évolution divergents, la Banque ajusterait la trajectoire souhaitée pour le taux d'augmentation de l'indice de référence de façon à ramener celui de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible.

1. INTRODUCTION

La demande continue de se raffermir à l'échelle mondiale...

Au cours des six derniers mois, la plupart des pays ont continué d'afficher une forte croissance économique. De nombreux pays à marché émergent bénéficient d'une reprise, et l'économie japonaise, bien qu'encore fragile, semble plus clairement engagée dans la voie d'une expansion soutenue. Dans la zone euro, le rythme de l'activité est demeuré robuste. L'économie américaine est aussi restée vigoureuse, mais les hausses des taux d'intérêt officiels ont contribué à ralentir quelque peu sa croissance dernièrement.

L'autre trait dominant de l'évolution de la conjoncture internationale a été la flambée et la volatilité des prix du pétrole. Le renchérissement de l'énergie a déjà contribué à faire grimper le taux d'inflation affiché dans la plupart des pays et devrait freiner un peu le rythme de l'expansion cette année et en 2001.

... ce qui risque d'attiser l'inflation.

La vigueur de la demande mondiale, conjuguée au fait qu'il paraît de plus en plus possible que les cours du pétrole demeurent supérieurs aux niveaux prévus, a accentué le risque d'une poursuite de la hausse de l'inflation dans les grands pays industriels. La perspective d'une telle hausse a déjà incité de nombreuses banques centrales à majorer leurs taux d'intérêt directeurs.

Malgré la croissance robuste de l'économie canadienne, l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée stable.

Au Canada, la croissance de la production a dépassé les prévisions au premier semestre de 2000, se chiffrant à environ 5 %. Malgré cette robustesse, l'inflation tendancielle est restée inférieure à ce qui avait été projeté. Certains signes indiquent que l'expansion a commencé à se ralentir, mais on croit encore que le dynamisme de la demande intensifiera les pressions sur la capacité de production et fera monter l'inflation mesurée par l'indice de référence jusqu'au point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque; toutefois, cela devrait se produire plus tard en 2001 qu'on ne l'avait pensé.

L'évolution de la situation met en évidence trois grands facteurs d'incertitude pesant sur les perspectives économiques au Canada, à savoir la progression de la demande aux États-Unis, le niveau actuel et le taux de croissance futur de la capacité de production de l'économie canadienne et les prix mondiaux de l'énergie. Si la progression de la demande américaine de produits canadiens demeure vigoureuse, des pressions inflationnistes pourraient voir le jour au pays. Toutefois, le potentiel de production de l'économie pourrait être supérieur à ce que la Banque avait estimé, compte tenu des gains récents observés au chapitre de la productivité ainsi que de la poussée des investissements en machines et matériel. Enfin, plus les prix de l'énergie se maintiennent à des niveaux élevés, plus ils risquent d'influencer les prix d'autres biens et services, de même que les anticipations d'inflation.

Les données que renferme le présent rapport s'arrêtent au 30 octobre 2000.

2. L'ÉVOLUTION RÉCENTE DE L'INFLATION

L'inflation mesurée par l'indice de référence a été moindre que ce qui avait été prévu dans le Rapport *de mai.*

Bien que la fourchette de maîtrise de l'inflation visée par la Banque soit exprimée en fonction de l'indice des prix à la consommation (IPC) global, celle-ci utilise plutôt l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects — l'indice de référence — pour la guider dans ses opérations de mise en œuvre de la politique monétaire (Note technique 1). Depuis mars dernier, l'inflation mesurée par l'indice de référence est restée dans la moitié inférieure de la fourchette cible et s'est établie légèrement en deçà du niveau prévu dans le *Rapport* de mai. Durant la même période, en raison d'une nouvelle escalade des prix de l'énergie, le taux d'accroissement de l'IPC global est demeuré bien supérieur à celui de l'indice de référence.

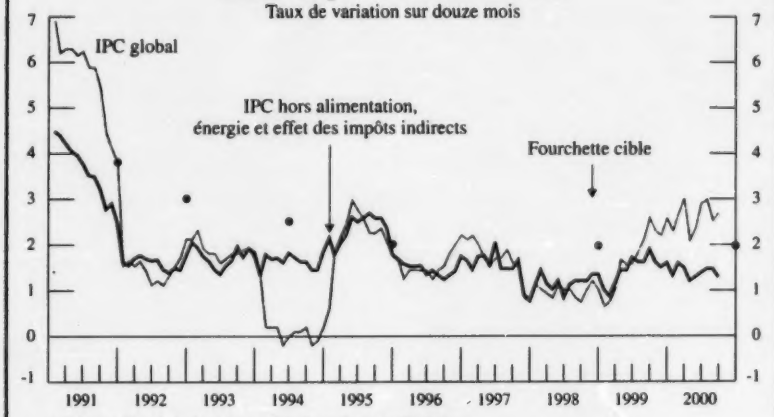
L'inflation et la fourchette cible

Le taux d'augmentation sur douze mois de l'indice de référence était de 1,3 % en septembre, contre 1,5 % en mars dernier (Graphique 1). La progression des autres mesures statistiques de l'inflation tendancielle est restée similaire à celle de l'indice de référence (Graphique 2).

Graphique 1

Indice des prix à la consommation

Taux de variation sur douze mois



• Point médian de la fourchette cible de maîtrise de l'inflation

Le niveau encore étonnamment faible de l'inflation mesurée par l'indice de référence tient toujours principalement aux prix des biens durables et semi-durables. Les prix de ces biens à forte teneur en importations ont baissé durant la dernière année, malgré

Note technique 1

L'IPC global, l'indice de référence et la politique monétaire

Les cibles de maîtrise de l'inflation établies conjointement par le gouvernement fédéral et la Banque du Canada sont définies par rapport au taux d'accroissement sur douze mois de l'indice des prix à la consommation (IPC) global. L'IPC global est la meilleure mesure disponible du coût de la vie pour la plupart des ménages canadiens et l'indice de l'évolution générale des prix le plus connu et le plus largement accepté.

Bien que les cibles soient exprimées en fonction de l'IPC global, la Banque utilise plutôt l'indice de référence — l'IPC hors alimentation, énergie et effet des modifications des impôts indirects — pour guider ses décisions en matière de politique monétaire. Le taux d'augmentation de cet indice lui sert donc de *cible opérationnelle*.

Les mouvements à court terme de l'IPC global sont imputables dans une large mesure aux variations des prix de l'alimentation et de l'énergie. Les fluctuations des prix des aliments, notamment les fruits et les légumes frais, sont souvent occasionnées par des perturbations de l'approvisionnement liées aux aléas du climat. Les prix de l'énergie, en particulier ceux de l'essence et du mazout, sont très sensibles aux modifications de l'équilibre entre la demande et l'offre des produits de base énergétiques à l'échelle mondiale. D'ordinaire, les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie n'ont qu'un effet temporaire sur l'inflation. De même, les modifications du niveau des impôts indirects, telles que la réduction des taxes sur le tabac en 1994, n'influent sur le taux d'augmentation sur douze mois des prix à la consommation que durant un an (Graphique 1). Parce qu'il fait abstraction de toutes ces influences passagères, le taux d'accroissement de l'indice de référence est une meilleure mesure de la tendance fondamentale de l'inflation et constitue un guide plus utile pour la conduite de la politique monétaire[1]. Les mesures de politique monétaire n'agissent que lentement, et leurs effets s'étalent sur un à deux ans. Si la banque centrale s'efforçait de contrecarrer les variations temporaires de l'IPC global, il en résulterait une volatilité accrue des taux d'intérêt et, du même coup, de l'activité économique, avec le risque que la stabilité de l'inflation en souffre à moyen terme, ce qui irait à l'encontre du but recherché.

À condition que les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie et les modifications des impôts indirects n'aient que des effets passagers sur l'inflation, l'IPC global et l'indice de référence afficheront des profils d'évolution similaires à moyen terme. Par conséquent, si l'augmentation de l'indice de référence est conforme pendant une période prolongée à la cible établie en matière d'inflation, il devrait, dans la plupart des cas, en être sensiblement de même pour celle de l'IPC global. Si la Banque devait s'attendre à ce que ces deux taux conservent des profils d'évolution divergents, elle corrigerait la trajectoire visée pour l'indice de référence de façon à ramener le taux d'accroissement de l'IPC global à l'intérieur de la fourchette cible[2].

En retenant l'indice de référence pour cible opérationnelle, la Banque a choisi de composer avec les effets de première vague que peuvent avoir sur l'IPC global les variations des prix de l'alimentation et de l'énergie et les modifications des impôts indirects. Par contre, elle ne tolérera pas qu'une seconde vague d'effets, attribuable aux répercussions de la première vague sur les attentes d'inflation, ne déferle sur les prix. Malgré la flambée des cours de l'énergie depuis un an, on n'a encore observé aucun effet de seconde vague sur l'inflation mesurée par l'indice de référence. Toutefois, la Banque continue de suivre la situation de près.

---

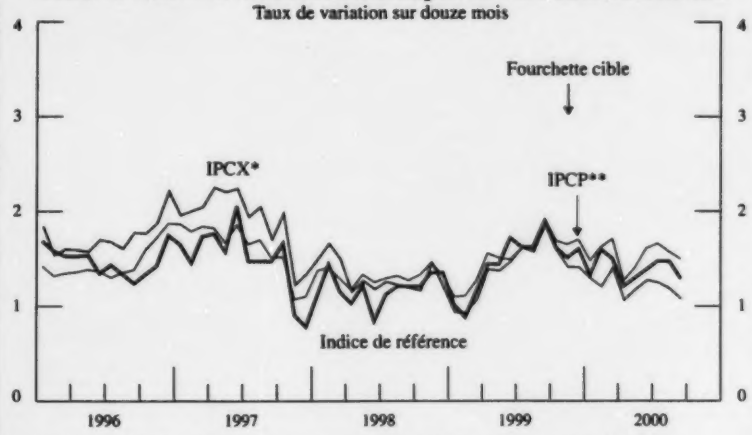
1. La Banque a également élaboré d'autres mesures de l'inflation fondamentale en se fondant sur les propriétés statistiques des composantes de l'IPC. Deux d'entre elles — IPCX et IPCP — sont illustrées au Graphique 2. On trouvera une description de ces mesures dans l'article de Laflèche (1997).
2. Voir Banque du Canada (1991b).

un modeste renchérissement des produits de consommation non énergétiques importés. On a observé déjà que les variations du taux de change ne se répercutaient plus autant sur les prix à la consommation; il semblerait donc que ce phénomène se poursuive (Note technique 2). Par ailleurs, la concurrence est demeurée vive dans le secteur du commerce de détail, ce qui a donné lieu à des rabais — notamment sur les véhicules automobiles et les appareils électroménagers. De façon plus générale, le niveau moins élevé que prévu de l'inflation mesurée par l'indice de référence conforte aussi la thèse qu'il subsistait des capacités excédentaires dans l'économie au premier semestre de l'année.

Graphique 2

Indice de référence et mesures statistiques de l'inflation tendancielle

Taux de variation sur douze mois



* La mesure IPCX exclut les huit composantes les plus volatiles de l'IPC ainsi que les effets des impôts indirects sur les autres composantes.

** La mesure IPCP multiplie la pondération de chacune des composantes du panier de l'IPC par un coefficient qui est inversement proportionnel à la variabilité de la composante.

Les prix de l'énergie ont fait grimper l'IPC global...

Si le taux d'augmentation de l'indice de référence est demeuré stable, celui de l'IPC global a fluctué entre 2 et 3 % au cours des six derniers mois. La variabilité de ce dernier et sa nette tendance à la hausse sont en grande partie attribuables à l'ascension des prix de l'énergie. La forte progression de la demande de pétrole à l'échelle de la planète, conjuguée à un faible accroissement de la production mondiale, a fait bondir le cours de l'or noir. En conséquence, les prix de détail de l'essence et du mazout ont grimpé[1]. La majoration des prix à la production du gaz naturel a aussi contribué à la hausse marquée des prix à la consommation de l'énergie.

1. Les pondérations appliquées actuellement aux composantes énergétiques du panier de l'IPC sont : 4,51 % pour l'essence et le mazout, 1,02 % pour le gaz naturel et 2,65 % pour l'électricité.

Note technique 2

Incidence réduite du taux de change sur l'indice de référence

La tendance fondamentale de l'inflation est déterminée par les attentes d'inflation et l'écart entre la demande et l'offre au sein de l'économie. À court terme, cependant, l'indice de référence et l'IPC global sont tous deux influencés, directement ou non, par les variations des prix relatifs de certains biens et services. Deux de ces prix revêtent une importance particulière : le taux de change — le prix relatif du dollar canadien vis-à-vis des autres devises — et le prix des produits de base énergétiques comparativement à celui des autres biens et services.

Selon les estimations traditionnellement utilisées, les variations persistantes du cours du dollar canadien se répercutent sur l'indice de référence dans une proportion d'environ 20 %, ce qui correspond en gros à la teneur en importations des biens et services compris dans le panier de l'indice de référence établi pour 1986. Comme la part des importations dans l'indice est passée de 15 % environ en 1976 à quelque 27 % en 1997, on se serait attendu à ce que l'incidence directe des variations du taux de change sur l'indice de référence ait aussi augmenté. Elle semble au contraire avoir diminué depuis le milieu des années 1980, à en juger par les résultats d'études économétriques et d'analyses de cas[1]. L'analyse de deux périodes au cours desquelles le dollar canadien a subi une dépréciation marquée (soit entre le quatrième trimestre de 1991 et la fin de 1994 et entre le milieu de 1997 et la fin de 1998) montre que la variation cumulative en pourcentage du prix des biens à forte teneur en importations a été bien inférieure à ce que l'on aurait pu augurer de l'évolution du taux de change et du prix de biens comparables aux États-Unis[2]. Les auteurs qui se sont intéressés à d'autres pays ayant connu une dépréciation majeure de leur monnaie (comme le Royaume-Uni et la Suède) ont constaté eux aussi que les mouvements du taux de change s'étaient répercutés relativement peu sur les prix à la consommation durant les années 1990 (Cunningham et Haldane, 1999).

Divers facteurs, dont les effets des importantes restructurations menées dans le commerce de détail, ont été invoqués pour expliquer le faible degré de transmission des variations du taux de change durant la première moitié des années 1990. Mais ils parviennent moins bien à expliquer pourquoi le phénomène semble se poursuivre au Canada et pourquoi il touche de nombreux pays industriels. Il se pourrait bien que le climat de bas taux d'inflation soit lui-même en train de modifier les comportements en matière d'établissement des prix. Quand l'inflation se situe à des niveaux peu élevés et que l'engagement de la banque centrale à l'y maintenir jouit d'une grande crédibilité, les entreprises sont moins enclines à répercuter rapidement les hausses de coûts sur les prix à la consommation. D'après certains travaux empiriques, la baisse de l'inflation aurait en effet atténué la persistance des chocs inflationnistes (Taylor, 2000). Si les mouvements des coûts et des prix relatifs, tel le coût des biens et services importés, ne sont pas jugés persistants, ils risquent moins d'influer sur les attentes d'inflation et, partant, sur le taux d'inflation à long terme.

Le climat de bas taux d'inflation pourrait aussi avoir joué un rôle dans la faible incidence de l'évolution des prix de l'énergie sur l'inflation mesurée par l'indice de référence, encore que les résultats empiriques à ce sujet soient limités. À ce jour, la forte montée des prix du pétrole brut depuis la fin de 1998 a eu peu d'effet sur l'indice au regard de l'incidence estimative à long terme[3]. À titre d'exemple, signalons que les hausses de tarifs dans le transport aérien et routier n'ont pas été aussi élevées que ne le laissait entrevoir la part des coûts de l'énergie dans le prix de revient de ce type de services.

---

1. Selon Fillion et Léonard (1997), le coefficient de transmission des variations du taux de change dans un modèle formalisant la courbe de Phillips a été bien plus élevé durant les années 1974-1982, caractérisées par une forte inflation, qu'en période de faible inflation. Ce résultat se vérifie toujours dans le modèle réestimé récemment.
2. Laflèche (1996-1997) analyse la première de ces deux périodes.
3. Pour une analyse de l'incidence estimative à long terme, voir la Note technique 1 de la livraison de mai 2000 du *Rapport sur la politique monétaire*.

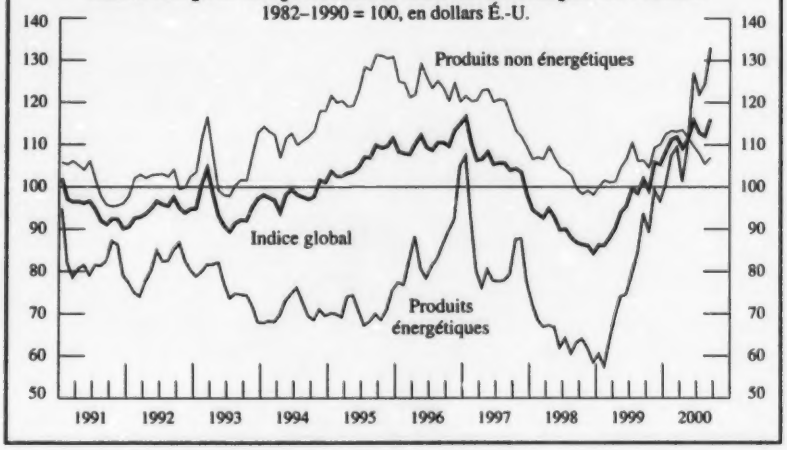
... mais n'ont guère eu d'incidence sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Malgré cette montée généralisée des prix de l'énergie, les effets de première vague du mouvement de hausse sur l'indice de référence demeurent minimes, et on n'observe aucune trace d'effets de seconde vague provenant des attentes d'inflation. Selon nos estimations, l'augmentation de l'indice de référence due au renchérissement de l'énergie a été de moins de 0,2 % depuis la fin de 1998 et de moins de 0,1 % au cours des douze derniers mois. Elle est largement imputable aux effets de première vague de la hausse des coûts de l'énergie sur les prix du transport entre villes. Le faible degré de transmission des mouvements de prix — tout comme le peu d'effet des variations du taux de change sur l'indice de référence — pourrait tenir en partie à la crédibilité accrue des politiques de bas taux d'inflation (Note technique 2).

Graphique 3

Indice des prix des produits de base de la Banque du Canada

1982–1990 = 100, en dollars É.-U.



Après avoir considérablement augmenté en 1999 et au début de 2000, les prix des produits de base non énergétiques ont fléchi depuis le début de mai, malgré la poursuite de la robuste expansion de l'économie mondiale (Graphique 3). L'appréciation du dollar américain par rapport aux autres grandes devises a contribué à empêcher les prix en dollars É.-U. de nombreux produits de base de se redresser davantage. De plus, l'abondance de l'offre a entraîné un recul des prix des produits agricoles. Les prix du bois d'œuvre ont aussi été soumis à de vives pressions à la baisse liées au ralentissement de l'activité dans le secteur de la construction aux États-Unis et à la présence de capacités excédentaires dans l'industrie.

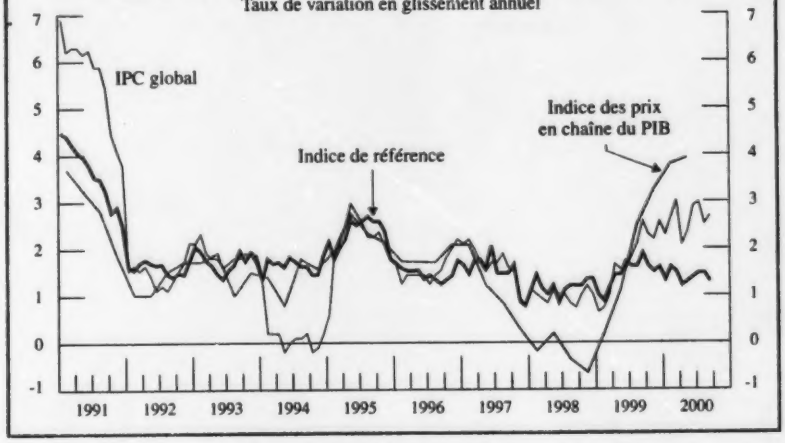
La forte remontée qu'ont connue durant la dernière année les cours des produits de base énergétiques que le Canada exporte, combinée à l'augmentation des prix des produits non énergétiques jusqu'à la fin du premier trimestre de 2000, explique en grande partie pourquoi l'accroissement annuel de l'indice des prix en chaîne du PIB (une mesure globale du prix des biens et services

produits au Canada) demeurait à la mi-2000 bien supérieur à celui de l'indice de référence (Graphique 4). Les paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale ont aussi fait augmenter le niveau de l'indice des prix en chaîne du PIB d'environ 0,6 % au deuxième trimestre.

Graphique 4

Indice des prix en chaîne du PIB, indice de référence et IPC global

Taux de variation en glissement annuel



Les facteurs qui influent sur l'inflation

La demande globale

La croissance du PIB réel a nettement dépassé celle de la production potentielle.

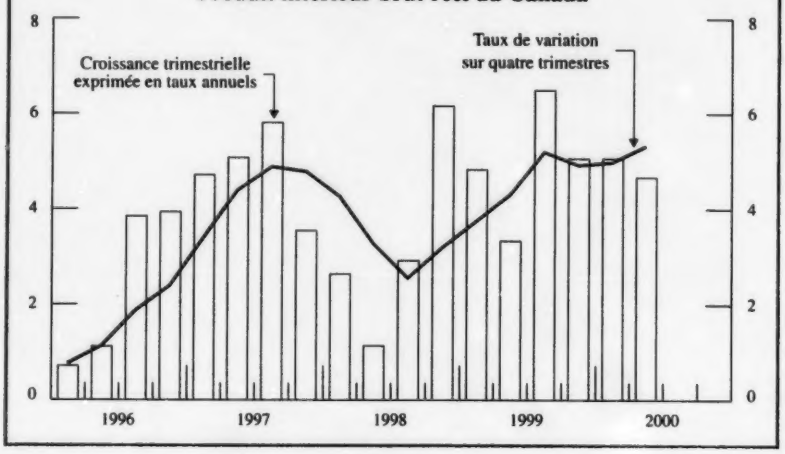
Après avoir augmenté de 5,8 % en taux annuel au second semestre de 1999, le PIB réel du Canada a progressé de 4,9 % au premier semestre de 2000 (Graphique 5). Ainsi, bien qu'elle ait légèrement ralenti, la croissance de l'activité économique est restée vigoureuse et nettement supérieure à celle de la production potentielle à la faveur de la hausse des exportations et des investissements des entreprises en machines et matériel. Les chiffres les plus récents donnent à penser que l'expansion s'est poursuivie à un rythme robuste de 3,5 à 4,5 % au troisième trimestre de 2000.

Après avoir affiché une expansion rapide au premier semestre de l'année, l'économie américaine a ralenti au troisième trimestre (Graphique 6). La croissance des investissements en matériel et en logiciels est demeurée forte, malgré une décélération par rapport aux trimestres précédents.

Grâce à la vigueur de la demande globale aux États-Unis et à la position concurrentielle favorable des industries canadiennes, l'essor de nos exportations, notamment celles de matériel de pointe, s'est maintenu au cours des six premiers mois de 2000. Un nouvel accroissement du volume des exportations de produits de base a aussi joué un rôle à cet égard. Les premières données dont

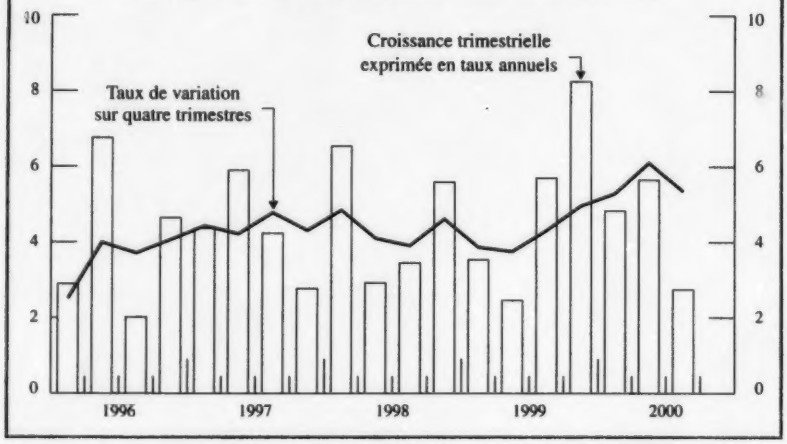
Graphique 5

Produit intérieur brut réel du Canada



Graphique 6

Produit intérieur brut des États-Unis en termes réels



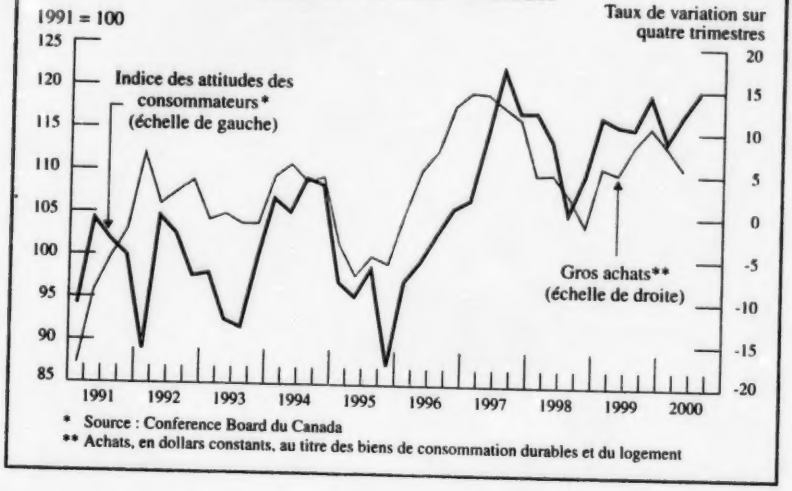
nous disposons indiquent que la croissance des exportations a décéléré au troisième trimestre.

Les dépenses des ménages ont continué à progresser de façon marquée.

Compte tenu du niveau de confiance élevé des consommateurs et des nouvelles hausses du revenu disponible réel, les dépenses des ménages au Canada ont continué de progresser rapidement aux deux premiers trimestres de 2000, mais à une cadence moindre qu'au second semestre de 1999 (Graphique 7). En particulier, les dépenses sensibles aux taux d'intérêt, comme l'achat de logements ou de véhicules automobiles, ont reculé durant les six premiers mois de l'année. Néanmoins, les informations obtenues jusqu'à présent portent à croire que ce type de dépenses a repris au

Graphique 7

Confiance des consommateurs



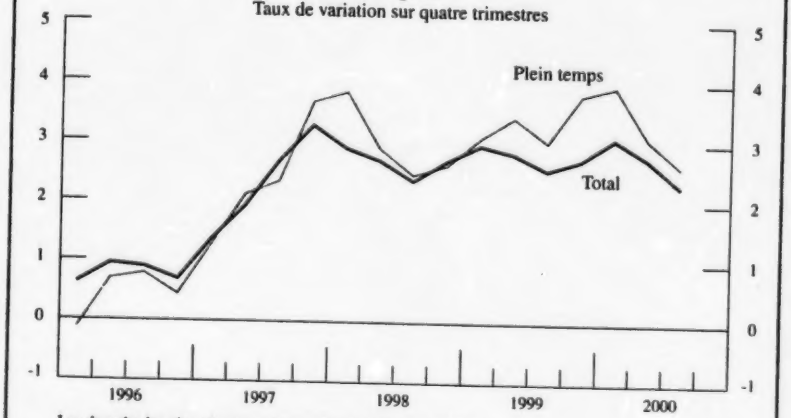
* Source : Conference Board du Canada

** Achats, en dollars constants, au titre des biens de consommation durables et du logement

Graphique 8

Emploi

Taux de variation sur quatre trimestres



Les données les plus récentes se rapportent à septembre 2000.

troisième trimestre[2]. La croissance du revenu réel des particuliers a été alimentée par de nouveaux progrès au chapitre de l'emploi (Graphique 8) et par l'effet ponctuel des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale[3].

2. Le recul qu'a accusé le secteur de la construction (résidentielle et non résidentielle) au deuxième trimestre de 2000 est attribuable en partie à un conflit de travail ayant touché la région de Toronto.
3. On estime que ces paiements ont fait croître le niveau du revenu des particuliers d'environ 0,7 % au deuxième trimestre de 2000.

La poussée des investissements en machines et matériel s'est poursuivie...

Stimulées par d'autres gains marqués sur le plan de la rentabilité et par des niveaux de confiance élevés, les dépenses d'investissement des entreprises ont vivement augmenté tout au long du premier semestre de 2000. La poussée des dépenses en machines et matériel s'est poursuivie, atteignant en moyenne plus de 23 % en chiffres annuels au premier semestre, contre 16 % au semestre précédent. Cette hausse soutenue témoigne de la montée continue de la demande en ordinateurs et en matériel connexe de pointe. Les dépenses en installations, en particulier dans l'industrie pétrolière et gazière, se sont aussi accrues de façon considérable au premier semestre de l'année. Les premiers indicateurs pour le troisième trimestre incitent à penser que la progression des investissements est demeurée solide.

Les investissements en stocks se sont inscrits en baisse au premier semestre de cette année en raison de la vigueur de la demande, dont on peut supposer qu'elle avait été en partie sous-estimée.

... ce qui a fait à nouveau grimper le volume des importations.

Les importations ont continué d'afficher une très vive croissance au cours des six premiers mois de 2000, principalement sous l'effet des investissements majeurs en machines et matériel effectués par les entreprises. Les importations de matières industrielles ont aussi connu une hausse marquée, ce qui s'explique par l'élan qu'il a fallu imprimer à la production pour répondre à la forte demande de biens d'exportation.

La croissance des exportations ayant légèrement dépassé celle des importations, l'excédent de la balance commerciale s'est un peu accru en volume. Les termes de l'échange se sont encore améliorés, en grande partie grâce au renchérissement de l'énergie. Aussi le solde de la balance courante (en termes nominaux) a-t-il beaucoup augmenté au premier semestre de cette année, l'excédent dégagé se chiffrant en moyenne à 1,7 % du PIB. Selon des données préliminaires, la situation de la balance courante est probablement demeurée très favorable au troisième trimestre de 2000, car une nouvelle amélioration des termes de l'échange a contrebalancé une réduction du solde commercial en termes réels.

La maîtrise des coûts

Le taux d'augmentation des salaires semble être monté à environ 3 %.

La progression des salaires revêt une importance particulière lorsqu'il s'agit de surveiller l'évolution des coûts globaux, puisque les coûts de main-d'œuvre représentent plus de la moitié de l'ensemble des coûts de production. D'après les indicateurs dont nous disposons, les salaires semblent avoir augmenté d'environ 3 % au premier semestre de 2000. Compte tenu de l'accroissement récent de la productivité du travail, la hausse sous-jacente des coûts de main-d'œuvre reste compatible avec le maintien de l'inflation mesurée par l'indice de référence bien à l'intérieur de la fourchette cible.

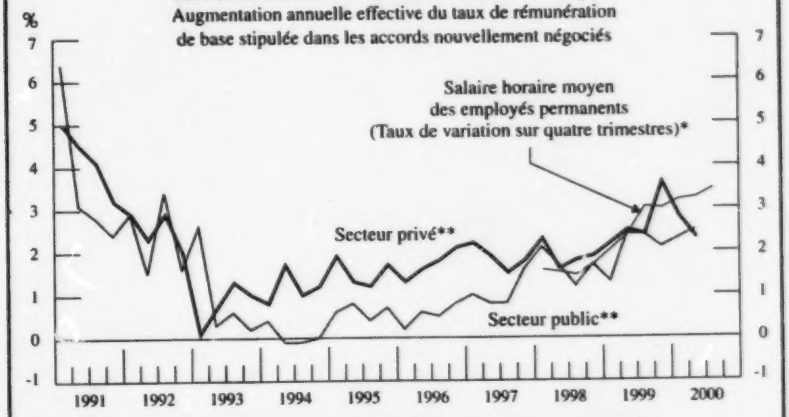
La croissance de la productivité du travail s'étant raffermie...

En glissement annuel, l'augmentation des gains horaires moyens (heures supplémentaires non comprises) pour les employés permanents a été de 3,5 % au troisième trimestre de 2000, en hausse

Graphique 9

Accords salariaux et salaire horaire moyen

Augmentation annuelle effective du taux de rémunération de base stipulée dans les accords nouvellement négociés



* Source : *Information population active*; les données les plus récentes se rapportent à septembre 2000.

** Source : Développement des ressources humaines Canada; les données les plus récentes sont une moyenne pour juillet et août 2000.

par rapport au taux de 3,0 % affiché au dernier trimestre de 1999. Le taux d'accroissement tendanciel sur quatre trimestres du revenu du travail par heure-personne, une autre mesure globale du taux de variation des salaires, s'est chiffré à 3 % environ au second trimestre de 2000[4]. La moyenne des hausses annuelles consenties aux employés syndiqués du secteur privé s'est établie à 2,3 % pour les huit premiers mois de 2000, en légère baisse par rapport à la moyenne de 2,6 % enregistrée en 1999 (Graphique 9).

... la hausse tendancielle des coûts de main-d'œuvre a été modeste.

La productivité du travail, mesurée par la production par heure-personne, s'est nettement améliorée au premier semestre de 2000. Sa progression a atteint plus de 2,5 % entre le deuxième trimestre de 1999 et celui de cette année (Graphique 10). Il se pourrait que la forte poussée des investissements en machines et matériel ces dernières années commence à faire sentir ses effets sur la croissance tendancielle de la productivité du travail[5]. Cet

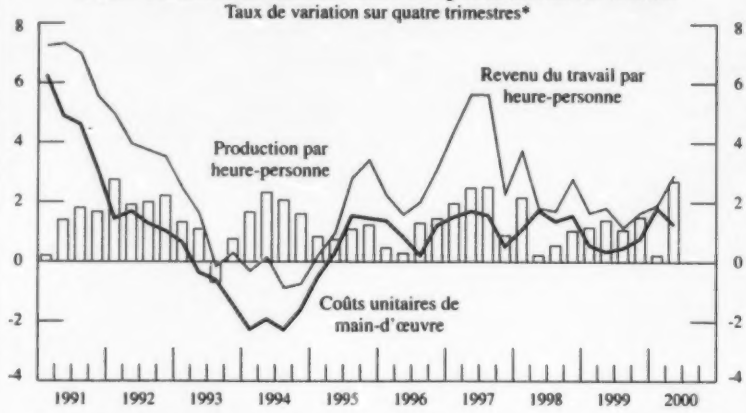
4. Dans le calcul de la hausse tendancielle du revenu du travail, il a été fait abstraction de l'incidence des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale, qui a relevé de 1,1 % le niveau du revenu total du travail au deuxième trimestre.

5. L'expansion du PIB réel observée au cours de la dernière année a été concentrée dans la production de biens et services de haute technicité, dont les prix ont beaucoup baissé depuis 1992. Par conséquent, la contribution de ces composantes à la croissance globale est surévaluée dans la mesure usuelle du PIB réel, qui repose sur les prix en vigueur en 1992. Si l'on recourait plutôt à l'indice de volume en chaîne de Fisher pour estimer le PIB réel — comme c'est le cas aux États-Unis —, la hausse en glissement annuel de la production par heure-personne au deuxième trimestre de 2000 serait ramenée à 2 %. Néanmoins, quelle que soit la mesure de la production globale utilisée, la productivité du travail a enregistré l'année dernière une progression qui dépasse largement le taux tendanciel de croissance d'environ 1 % par an observé durant la période s'étalant de 1975 à 1999.

Graphique 10

Coûts unitaires de main-d'œuvre et productivité du travail

Taux de variation sur quatre trimestres*



* Les estimations des taux de variation sur quatre trimestres des coûts unitaires de main-d'œuvre et du revenu du travail par heure-personne au 2e trimestre de 2000 font abstraction de l'effet des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale.

essor de la production par travailleur a contribué à contenir la hausse des coûts unitaires de main-d'œuvre qui, si l'on fait abstraction de l'effet ponctuel des paiements du gouvernement fédéral résultant du règlement sur la parité salariale, se situait au milieu de l'année tout juste au-dessus de 1 % (en glissement annuel).

Les pressions estimatives sur la capacité de l'économie

Les plus récentes données fournissent une évaluation plus optimiste du niveau actuel de la production potentielle et de ses perspectives de croissance. Au moment de la rédaction du *Rapport* de mai, différents indicateurs laissaient supposer que la mesure économétrique de la production potentielle que la Banque utilise pouvait avoir sous-estimé les capacités de production totales au sein de l'économie canadienne. La dernière mise à jour de cette mesure (Note technique 3) donne maintenant à penser que notre économie tournait à la fin de 1999 légèrement en deçà des limites de sa capacité de production, et non à un rythme de près de 0,75 % au-dessus de celles-ci, comme nous l'indiquions dans le dernier *Rapport*.

Bien que la mesure économétrique de la production potentielle donne à penser que l'économie est en situation de demande excédentaire...

Selon la nouvelle estimation, toutefois, une demande excédentaire serait apparue dans l'économie au premier semestre de 2000, la croissance de la production globale étant demeurée supérieure au rythme auquel la capacité de production peut augmenter selon les estimations (Graphique 11).

Note technique 3

Révisions apportées à la mesure économétrique de la production potentielle

La production potentielle désigne la quantité de biens et de services que l'économie peut générer de façon soutenue sans attiser les pressions inflationnistes. Comme elle ne peut être observée directement, il faut l'estimer. La Banque met constamment à jour ses estimations du potentiel de l'économie à la lumière des nouvelles données qu'elle reçoit et des résultats des recherches visant à cerner le profil d'évolution tendanciel des déterminants de la production potentielle.

Les révisions que la Banque vient d'apporter à sa mesure économétrique de la production potentielle peignent un tableau plus optimiste de la capacité de l'économie que celui qui avait été brossé dans le *Rapport* de mai dernier. Selon les nouvelles estimations, l'économie tournait juste en deçà des limites de sa capacité à la fin de 1999. Ce relèvement du niveau estimatif de la production potentielle est dû au rajustement à la hausse de la croissance tendancielle de la main-d'œuvre disponible et de la productivité du travail, attribuable à la publication de données révisées pour le PIB et à l'évolution récente de l'inflation des salaires et des prix.

La réévaluation du profil d'évolution passé de l'offre de main-d'œuvre reflète en partie la forte reprise du marché du travail depuis 1997, qui n'a engendré aucune pression importante sur les coûts. Les estimations des taux d'activité tendanciels des jeunes et des personnes d'âge mûr ont été révisées à la hausse en raison d'une augmentation plus marquée que prévu des taux d'activité de ces deux groupes. En outre, les réformes structurelles sur le marché du travail ont probablement entraîné un accroissement de la main-d'œuvre disponible. Un examen de la progression récente de la productivité du travail fait également ressortir un taux tendanciel de croissance supérieur aux estimations antérieures. Toutefois, le regain de croissance de la productivité demeure à l'intérieur de l'intervalle normal de variation.

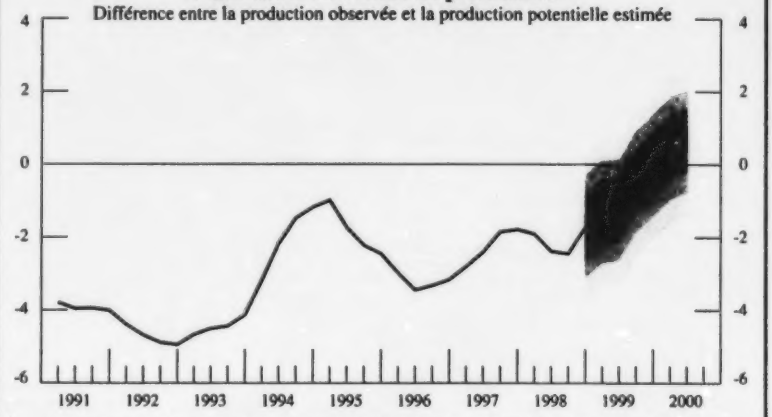
Étant donné la croissance tendancielle plus forte de la main-d'œuvre disponible et de la productivité du travail et compte tenu de la poursuite de l'essor de l'investissement, la mesure économétrique de la Banque laisse maintenant entrevoir un rythme d'expansion de la production potentielle allant de 2,75 à 3,25 % en 2000 et durant les années suivantes, ce qui est plus élevé que la plage de 2,5 à 3,0 % indiquée dans le *Rapport* de mai dernier.

Cette mesure de la production potentielle continuera d'être mise à jour en fonction des nouvelles données obtenues. Toutefois, comme elle fait appel à des données rétrospectives, elle met un certain temps à s'ajuster aux modifications des tendances fondamentales. En cette ère d'évolution rapide des technologies, il y a donc un risque que la mesure économétrique sous-estime la production potentielle. L'évaluation du niveau de la production potentielle par rapport au PIB réel doit par conséquent s'appuyer sur une gamme plus vaste d'indicateurs de la capacité de production et des pressions inflationnistes.

Graphique 11

Estimation de l'écart de production*

Différence entre la production observée et la production potentielle estimée



* Les zones ombrées autour des valeurs estimées de l'écart de production représentent (des plus foncées aux plus pâles) des intervalles de confiance à 25 %, 50 %, 75 % et 95 %.

Il convient de souligner, encore une fois, que les estimations de l'écart de production sont entachées d'une grande incertitude. Et puisque la mesure usuelle ne réagit qu'avec un certain retard, elle risque de sous-estimer la capacité de production en période de progrès techniques intenses. Ce risque est renforcé par l'ampleur des investissements qui ont été réalisés depuis 1996 dans les domaines de l'informatique et des technologies de l'information et par l'intensité des restructurations opérées par les entreprises canadiennes au cours des années 1990[6]. En conséquence, la Banque surveille une vaste gamme d'indicateurs de la production potentielle.

... il subsiste un risque que cette mesure sous-estime la capacité de production de l'économie.

Certains de ces indicateurs donnent à penser qu'il subsistait des capacités excédentaires dans l'appareil de production au cours des six premiers mois de l'année. Il est à noter, en premier lieu, que l'inflation mesurée par l'indice de référence a été inférieure aux projections. En outre, le ratio des commandes en carnet aux expéditions dans le secteur de la fabrication a très peu varié au cours de la dernière année et se situe en dessous du niveau atteint en 1998. Enfin, la forte augmentation du taux d'activité indiquerait que l'offre de travail s'est accrue aussi rapidement que la demande, et les hausses sous-jacentes des coûts unitaires de main-d'œuvre sont restées faibles.

6. Kwan (2000) examine les résultats d'une enquête menée récemment par les représentants régionaux de la Banque du Canada auprès d'un certain nombre d'entreprises en vue de comparer les restructurations des années 1980 avec celles des années 1990.

Un certain nombre d'autres indicateurs semblent plutôt étayer l'opinion selon laquelle l'économie se trouve maintenant en situation de demande excédentaire. La mesure du taux d'utilisation des capacités dans le secteur de la fabrication de produits non agricoles a dépassé au second trimestre de 2000 le niveau atteint à la fin des années 1980. On a aussi signalé des pénuries de main-d'œuvre qualifiée, surtout dans les secteurs du génie, de la construction, du transport ainsi que de l'hébergement et de la restauration. De plus, il est possible que, les politiques de maîtrise de l'inflation ayant gagné en crédibilité, les pressions sur l'appareil de production mettent maintenant plus de temps à se répercuter sur les prix et les salaires.

Dans l'ensemble, les résultats dont nous disposons n'ont pas confirmé que l'économie se trouvait, au milieu de l'année, aux prises avec une demande excédentaire, mais ils portent à croire qu'elle fonctionne à un niveau proche des limites de sa capacité de production.

3. LA RÉALISATION DES CIBLES DE MAÎTRISE DE L'INFLATION

La Banque a relevé les taux d'intérêt à court terme de 50 points de base afin de maintenir l'inflation tendancielle à l'intérieur de la fourchette cible.

Le 17 mai dernier, peu après la parution du *Rapport* de mai, la Banque du Canada a relevé le taux officiel d'escompte de 50 points de base pour le porter à 6 % (Graphique 12). Cette mesure était jugée nécessaire pour maintenir la tendance future de l'inflation près du point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque et permettre ainsi à l'économie canadienne de continuer de croître à un rythme soutenable. Depuis novembre 1999, le taux d'escompte a été majoré de 125 points de base par rapport au niveau de 4,75 % auquel il s'était maintenu durant la majeure partie de l'année dernière.

Graphique 12

Taux du papier commercial à 90 jours et taux officiel d'escompte

Données quotidiennes

* Le taux officiel d'escompte correspond à la limite supérieure de la fourchette opérationnelle de 50 points de base pour le taux du financement à un jour.

Le relèvement de mai, qui faisait suite à une décision du même ordre de la Réserve fédérale américaine, a été motivé par les craintes que la vigueur de la demande de produits canadiens au pays et à l'étranger ne pousse l'appareil de production aux limites de sa capacité. Étant donné que les États-Unis constituent un débouché important pour nos exportations, la mesure adoptée par la Réserve fédérale en vue de modérer la croissance rapide de l'économie américaine a fait ressortir le risque toujours présent que les pressions s'exerçant du côté de la demande et de l'inflation dans ce pays ne se propagent au Canada. La décision de la Banque d'emboîter le pas à la Réserve fédérale reflète les similitudes actuelles de la conjoncture économique dans les deux pays, notamment les forts taux de croissance de la demande globale.

Des différences notables séparent cependant les deux économies. Puisque l'inflation tendancielle est plus faible ici que chez nos voisins du sud et que notre économie n'a pas connu une expansion aussi vive ni aussi longue que la leur, le taux cible pour le financement à un jour au Canada demeure inférieur de 75 points de base à celui visé aux États-Unis pour les fonds fédéraux.

Les marchés financiers avaient en grande partie prévu le moment et l'amplitude des hausses du taux d'escompte dans les deux pays, de sorte que le gros de l'augmentation du taux du papier commercial à 90 jours s'était déjà opéré avant que les banques centrales n'interviennent. Depuis, on a assisté à un léger recul des taux du papier commercial à 90 jours, et les opérateurs des marchés financiers s'attendent maintenant de façon générale à ce que les taux restent stables au cours des prochains mois. Ils voient dans les données récentes les signes d'un ralentissement de l'économie américaine et semblent croire que les gains de productivité accroîtront le potentiel de croissance des deux pays, de sorte que de nouveaux relèvements des taux d'intérêt seront moins nécessaires.

Les rendements obligataires ont fléchi après l'intervention des banques centrales, les risques d'inflation ayant diminué aux yeux des marchés.

Les rendements des obligations nord-américaines ont fléchi après l'intervention des banques centrales, le resserrement des conditions monétaires réduisant le risque perçu d'une hausse de l'inflation. Plus récemment, l'augmentation de l'incertitude sur les marchés financiers internationaux a fait reculer les rendements des titres américains par rapport à ceux des titres canadiens, et l'écart entre les taux pratiqués au Canada et aux États-Unis est devenu légèrement positif pour les échéances allant de 5 à 10 ans. Bien que les réductions effectives et anticipées de la dette publique continuent d'exercer des pressions à la baisse sur les rendements des obligations d'État à long terme, l'inversion de la courbe de rendement de ces obligations est un peu moins prononcée qu'au moment de la rédaction du *Rapport* de mai dernier. La courbe de rendement des obligations de sociétés canadiennes, qui a été moins touchée par la réduction de l'offre de titres d'État, conserve une pente positive normale (Graphique 13).

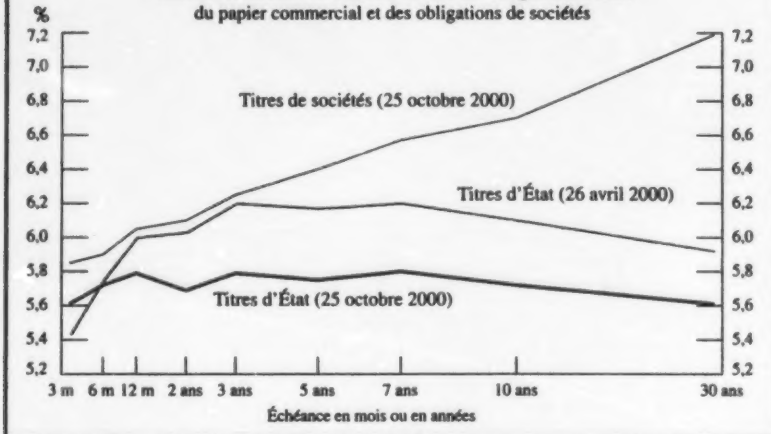
Le dollar canadien a fluctué vis-à-vis du dollar É.-U. et il s'est apprécié vivement par rapport aux autres grandes monnaies.

Le cours du dollar canadien par rapport au dollar américain a généralement fluctué entre 65,3 et 68,3 cents É.-U. depuis mai (Graphique 14). Il a varié au gré des attentes des marchés financiers concernant la force relative de l'expansion économique au Canada et aux États-Unis, de l'évolution prévue des écarts de taux d'intérêt entre les deux pays et de la volatilité observée dernièrement sur les marchés financiers internationaux. Il se peut également que la récente faiblesse des prix des produits de base non énergétiques ait eu une incidence négative sur le cours du dollar canadien. Toutefois, le climat d'inflation faible et stable, la croissance vigoureuse du PIB réel et l'excédent considérable de la balance courante enregistré au deuxième trimestre ont contribué à soutenir le dollar canadien. Le billet vert est demeuré robuste par rapport à la plupart des grandes monnaies, aidé en cela par le fait

Graphique 13

Structure des taux d'intérêt selon l'échéance — Canada

Taux de rendement des bons du Trésor, des obligations d'État, du papier commercial et des obligations de sociétés



Graphique 14

Taux de change du dollar canadien

Données des mercredis

* Devises composant l'indice C-6 : dollar É.-U., euro, yen, livre sterling, couronne suédoise et franc suisse

** Indice C-5 : dollar É.-U. exclu

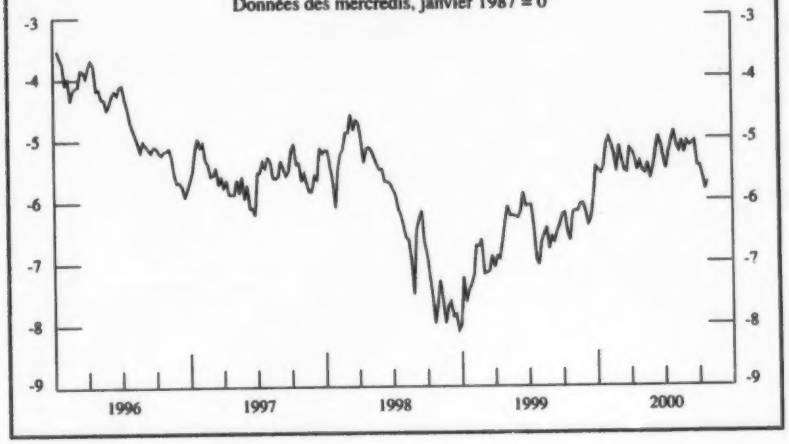
que l'économie américaine continue d'afficher un très grand dynamisme, un bas taux d'inflation et de solides gains de productivité. Il s'est encore raffermi ces derniers temps en raison de l'attrait que présentent les avoirs américains dans le climat de nervosité actuel. Le dollar canadien s'est lui aussi apprécié vivement par rapport à la plupart des autres grandes monnaies; sa valeur a augmenté d'environ 5 % par rapport à la livre sterling et de quelque 12 % par rapport à l'euro depuis le début de l'année.

Au cours des six derniers mois, l'indice des conditions monétaires de la Banque a fluctué entre –5,5 et –5,0. Plus récemment, il a oscillé entre –5,5 et –6,0, au gré des variations du dollar canadien par rapport à la devise américaine (Graphique 15).

Graphique 15

Indice des conditions monétaires

Données des mercredis, janvier 1987 = 0



À compter de décembre, la Banque appliquera un nouveau système de dates préétablies pour la mise en œuvre des modifications du taux officiel d'escompte (Note technique 4). Le nouveau système contribuera à améliorer la conduite et l'efficacité de la politique monétaire en focalisant l'attention sur la situation économique au Canada et en favorisant une meilleure compréhension des décisions prises par la banque centrale.

Note technique 4

Adoption de dates fixes pour l'annonce des décisions de politique monétaire

La Banque est en train d'instaurer un système de huit dates fixes — c'est-à-dire préétablies — par an pour l'annonce des modifications qui seront apportées au taux d'escompte officiel. Les nouvelles dispositions remplacent celles qui ont été en vigueur jusqu'ici et en vertu desquelles le taux d'escompte pouvait être modifié n'importe quel jour ouvrable. À compter de la première annonce, qui aura lieu en décembre, et à l'occasion de chacune des huit dates préétablies, la Banque diffusera à 9 h un communiqué dans lequel elle annoncera sa décision de modifier ou non le taux d'escompte et expliquera les principaux facteurs qui auront motivé sa décision. Un calendrier comportant huit dates cadre bien avec le cycle de publication des données que la Banque utilise pour cerner l'évolution des tendances au sein de l'économie. Il convient de signaler que la Banque se réserve le droit de prendre des mesures de politique monétaire entre deux dates préétablies; cependant, elle ne se prévaudra de cette option que dans des circonstances exceptionnelles.

La Banque croit que le nouveau régime contribuera à accroître l'efficacité de la politique monétaire. L'instauration de dates fixes atténuera l'incertitude qu'occasionne sur les marchés financiers le fait que ces derniers ignorent le jour où une modification du taux d'escompte sera annoncée, et devrait contribuer à améliorer le fonctionnement des marchés financiers. Elle donnera à la Banque du Canada huit nouvelles occasions de rendre compte auprès du public de l'évolution économique et de la conduite de la politique monétaire. Cela devrait aider les opérateurs des marchés et le public à mieux comprendre l'évaluation que fait la Banque de la situation économique au Canada et à anticiper la direction qu'empruntera la politique monétaire. De plus, le calendrier de dates fixes de la Banque sera différent de celui de la Réserve fédérale des États-Unis, ce qui focalisera l'attention sur la conjoncture économique et monétaire canadienne dans les jours précédant chacune des décisions de politique monétaire. L'adoption de dates fixes fournira aussi régulièrement à la Banque l'occasion de mettre en lumière la portée à moyen terme de la politique monétaire et lui permettra d'accroître sa transparence, de mieux rendre compte de ses actes et d'intensifier le dialogue qu'elle entretient avec le public[1].

Calendrier des annonces à venir

Mardi 5 décembre 2000
Mardi 23 janvier 2001
Mardi 6 mars 2001
Mardi 17 avril 2001
Mardi 29 mai 2001
Mardi 17 juillet 2001
Mardi 28 août 2001
Mardi 23 octobre 2001
Mardi 27 novembre 2001

1. Pour obtenir des précisions sur le nouveau système, se reporter aux communiqués émis à ce sujet par la Banque les 19 septembre et 30 octobre 2000.

4. LES PERSPECTIVES EN MATIÈRE D'INFLATION

Selon nos analyses, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'inscrire en hausse au Canada et atteindre au cours du second semestre de l'année prochaine le point médian de la fourchette de 1 à 3 % visée par la Banque. Si les cours mondiaux du pétrole n'augmentent pas par rapport aux niveaux élevés observés ces derniers mois, le taux de progression annuel de l'IPC global devrait baisser graduellement durant cette période, pour s'établir aux alentours de 2 %. Cependant, cette projection est entachée de plusieurs incertitudes importantes.

La conjoncture internationale

Le dynamisme de la croissance économique mondiale et la hausse des prix de l'énergie accentuent les risques d'une intensification des pressions inflationnistes.

Depuis le milieu de 1999, l'expansion économique est devenue plus synchronisée à l'échelle internationale et affiche un grand dynamisme. Cette évolution accentue les risques d'une intensification des pressions inflationnistes et pourrait amener les banques centrales de certains pays à relever leurs taux directeurs. Le renchérissement de l'énergie n'a pas encore eu de répercussions notables sur la progression de la production mondiale. Cependant, plus les prix de l'énergie resteront élevés, plus ils seront susceptibles d'entraver la croissance des pays qui dépendent des importations de pétrole. Les hauts niveaux des cours de l'énergie accroissent également le risque d'une montée de l'inflation en raison de leur incidence possible sur les attentes d'inflation dans certains pays. En revanche, le fait que nombre d'autorités monétaires ont gagné en crédibilité ces dernières années devrait contribuer à réduire ce risque.

La reprise de nombreuses économies à marché émergent au lendemain de la crise financière de 1997-1998 se poursuit. Au début, cette reprise tenait en bonne partie à l'essor marqué du volume des exportations, notamment vers les États-Unis. Récemment, toutefois, la demande intérieure s'est nettement redressée.

On s'attend à ce que l'activité économique en Europe demeure vigoureuse.

Dans la zone euro, le rythme de croissance du PIB réel s'est stabilisé à environ 3,5 % au premier semestre de 2000, et l'on s'attend à ce que l'activité reste vigoureuse au cours des prochains trimestres à la faveur d'un raffermissement de la demande intérieure et de l'élan insufflé aux exportations par la dépréciation qu'a connue l'euro. La Banque prévoit que la croissance du PIB réel dans la zone euro avoisinera 3,5 % en 2000 et 3 % en 2001.

L'économie japonaise est en train de se redresser mais reste fragile.

En août, la Banque du Japon a porté à 0,25 % sa cible pour le taux du financement à un jour, abandonnant ainsi sa politique de maintien à zéro de ce taux. Cette mesure visant à rendre la politique monétaire moins expansionniste a été motivée par le bond que le rythme d'expansion de la production a enregistré au premier semestre de 2000 grâce au niveau élevé des investissements des entreprises et au dynamisme de la demande de

produits japonais à l'étranger. L'économie nippone demeure cependant fragile : de nouveaux efforts de restructuration s'imposent dans le secteur financier, et la dépense des ménages reste faible. La reprise au Japon pourrait être compromise par le renchérissement de l'énergie, en raison de la dépendance particulière de ce pays à l'égard des importations de pétrole. La Banque prévoit que la croissance du PIB réel au Japon devrait atteindre environ 2 % en 2000 et 1,5 % en 2001.

L'expansion ralentit aux États-Unis.

Aux États-Unis, bien que la demande globale reste robuste, des données récentes indiquent un ralentissement de la croissance, en particulier dans les secteurs du logement et de la construction non résidentielle. Même si l'on s'attend à ce que les majorations passées de taux d'intérêt modèrent encore davantage la croissance, les risques d'une recrudescence de l'inflation subsistent en raison de la vigueur de l'activité et des tensions régnant sur le marché du travail. La progression du PIB réel aux États-Unis devrait se situer aux alentours de 5 % en 2000 et de 3 à 3,5 % en 2001. La hausse des prix du pétrole pourrait réduire davantage cette progression, mais il se peut également qu'elle entraîne un relèvement des taux d'intérêt si elle se répercute sur les anticipations d'inflation.

Les prix des produits de base non énergétiques devraient remonter légèrement.

Même si les États-Unis puisent modestement dans leurs réserves stratégiques d'hydrocarbures, les cours du pétrole brut devraient demeurer relativement fermes tout au long de l'hiver; ils pourraient toutefois reculer avec l'arrivée du temps doux. On s'attend à ce que les prix des produits de base non énergétiques augmentent de pair avec la demande globale.

La demande et l'offre globales au Canada

La progression des exportations canadiennes devrait décélérer.

Les perspectives de croissance aux États-Unis jouent un rôle important dans l'évolution projetée de l'économie canadienne. Par exemple, l'avance de nos exportations devrait décélérer au cours des 18 prochains mois, parallèlement au tassement prévu de l'expansion chez nos voisins du sud. L'impulsion moindre fournie par la dépréciation passée du dollar canadien ainsi que la récente faiblesse des cours des produits de base non énergétiques devraient agir dans le même sens. On s'attend néanmoins à ce que la croissance et le niveau des exportations demeurent élevés. La fermeté des prix de l'énergie pourrait également contribuer à freiner la progression du secteur manufacturier, mais elle pourrait aussi encourager les investissements, l'exploration et les exportations dans le secteur énergétique.

On prévoit que la dépense des ménages continuera de croître vigoureusement...

La dépense des ménages canadiens devrait s'accroître à un rythme rapide, sous l'effet des conditions favorables du marché du travail et des baisses des taux d'imposition des particuliers. La volatilité récente des marchés boursiers et l'incidence de la montée des cours de l'énergie sur le revenu disponible pourraient toutefois modérer les projets de dépenses.

... tandis que les investissements des entreprises pourraient augmenter à un rythme plus modéré.

On prévoit que la progression des investissements des entreprises décélérera par rapport à la cadence très rapide observée ces derniers trimestres, mais elle devrait continuer de contribuer fortement à l'expansion de la demande globale et de la capacité de production de l'économie. L'avance des importations devrait également se modérer, en raison surtout d'un ralentissement de l'essor des exportations et de la demande de biens d'équipement.

Selon les plus récentes prévisions du secteur privé concernant le taux d'accroissement du PIB réel au Canada, celui-ci sera de 4,7 % (en moyenne annuelle) cette année et de 3,5 % en 2001. Lors de la parution du *Rapport* de mai, les prévisionnistes tablaient sur des taux de 4,1 % en 2000 et de 3,1 % en 2001.

La croissance de la production devrait s'approcher de 5 % en 2000...

... et ralentir pour se situer entre 3 et 4 % en 2001.

Étant donné la révision à la hausse du niveau d'activité enregistré au second semestre de 1999 et la tenue relativement vigoureuse de l'économie au cours des six premiers mois de cette année, la Banque prévoit que la croissance de la production au Canada atteindra près de 5 % en 2000[7] et qu'elle se situera l'an prochain à l'intérieur d'une plage allant de 3 à 4 %. Elle sera donc supérieure aux estimations de la croissance de la production potentielle, qui s'établissent entre 2,75 et 3,25 %. Ce pronostic implique que l'économie canadienne continuera d'absorber les capacités excédentaires restantes pendant le second semestre de cette année et qu'elle pourrait être aux prises avec une demande excédentaire vers la fin de 2000 ou le début de 2001. Mais il suppose également un ralentissement du taux d'expansion de la production au cours de l'année prochaine dans le sillage de la décélération prévue de l'économie américaine.

Les projections relatives à l'équilibre entre la demande et l'offre pour l'an prochain doivent tenir compte non seulement de l'incertitude entourant le *niveau* de la production potentielle, mais aussi de celle concernant le *taux de croissance* futur des capacités de production. Bien que le rythme de progression de la production potentielle puisse s'accélérer si les avantages liés à l'utilisation des nouvelles technologies de l'information et de la communication se répandent dans un grand nombre d'industries canadiennes, la Banque hésite à tabler sur un taux tendanciel d'expansion plus élevé de la production potentielle.

La mesure des attentes relatives à l'inflation

Le renchérissement de l'énergie n'a pas poussé à la hausse l'inflation attendue à long terme.

Les attentes du public à l'égard d'une hausse à court terme de l'IPC se sont légèrement intensifiées par suite du renchérissement de l'énergie. À ce jour, toutefois, cela n'a pas influé sensiblement sur le taux d'inflation attendu à long terme, qui continue d'avoisiner 2 %.

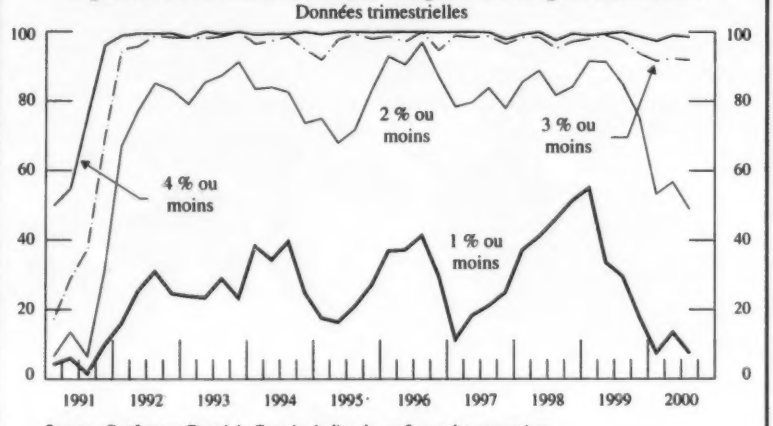
7. Dans la *Mise à jour* qu'elle a publiée au mois d'août, la Banque prévoyait que la croissance du PIB réel s'établirait cette année entre 4,25 et 4,75 % en moyenne annuelle, ce qui dépassait quelque peu les projections contenues dans le *Rapport* de mai.

Les résultats de l'enquête périodique du Conference Board sur la confiance des entreprises canadiennes qui ont été publiés à l'automne révèlent que 49 % des répondants s'attendaient à ce que les prix s'accroissent en général au cours des six mois suivants à un rythme de 2 % ou moins, et 92 %, à un rythme de 3 % ou moins (Graphique 16). Ces pourcentages sont inférieurs à ceux d'il y a un an, en particulier la proportion de répondants qui anticipaient un taux d'inflation de 2 % ou moins. Cette baisse signifie que le taux d'inflation attendu à court terme a augmenté et se situe maintenant plus près du point médian de la fourchette cible de la Banque. Selon les prévisions du secteur privé, l'inflation mesurée par l'IPC global devrait s'établir en moyenne à 2,7 % en 2000 (en hausse par rapport aux 2,3 % avancés au printemps) et à 2,4 % en 2001 (contre 2,1 % au printemps). Les taux d'inflation prévus à plus long terme varient encore généralement entre 1,8 et 2,1 %, selon l'horizon considéré (Graphique 17).

Graphique 16

Répartition des attentes d'inflation pour les six prochains mois

Données trimestrielles



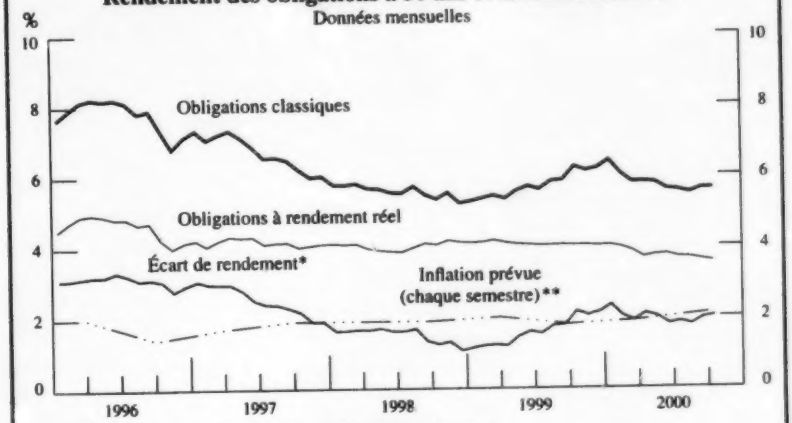
Source : Conference Board du Canada, *Indice de confiance des entreprises*

L'écart de rendement entre les obligations classiques et les obligations à rendement réel se maintient aux alentours de 2 %. Étant donné que des facteurs liés à l'offre perturbent les marchés obligataires, il est devenu difficile de tirer des renseignements fiables de cette mesure. On ne peut donc pas conclure que le taux d'inflation attendu à long terme se situe exactement au niveau que laisse supposer l'écart de rendement. Celui-ci porte néanmoins à croire que les investisseurs sont convaincus que l'on n'assistera pas à une recrudescence de l'inflation à long terme.

Graphique 17

Rendement des obligations à 30 ans et inflation attendue

Données mensuelles



* Établi au moyen de la formule de calcul des intérêts composés

** Source : Consensus Economics Inc.

Les autres facteurs qui influent sur l'inflation

On s'attend à ce que l'augmentation des prix de l'énergie n'ait que peu d'effet sur l'inflation mesurée par l'indice de référence.

On prévoit toujours que l'incidence sur l'indice de référence de l'escalade des cours du pétrole brut survenue cette année sera faible. Jusqu'ici, les effets sur les prix se sont généralement limités aux tarifs aériens et aux coûts du transport local. Bien que la hausse des prix du pétrole soit maintenant plus susceptible, en raison de sa persistance, de se répercuter sur les autres composantes de l'indice de référence, on estime que ses répercussions seront modestes. La concurrence devrait demeurer vive dans le commerce de détail, et les entreprises pourraient prendre des mesures afin d'économiser l'énergie.

Par contre, les perspectives d'accroissement de l'IPC global au cours des prochains mois sont fortement tributaires des hypothèses relatives à l'évolution probable des prix du pétrole brut. Si le cours du baril de West Texas Intermediate se situe à environ 30 dollars É.-U. à la fin de l'année, le taux d'augmentation sur douze mois de l'IPC global devrait se replier à environ 2,5 % au premier trimestre de 2001. Par comparaison, ce taux s'établirait autour de 3,4 % au premier trimestre de l'an prochain si le cours passe à 35 dollars É.-U. ou à quelque 1,7 % si ce dernier tombe à 25 dollars É.-U.

Les salaires devraient augmenter à un rythme compatible avec les gains de productivité et l'inflation projetée. Selon l'enquête que la Banque a réalisée en septembre auprès des associations

industrielles, les hausses salariales seront plus élevées au cours des douze prochains mois. Les effets de la progression plus rapide des salaires sur les coûts unitaires de main-d'œuvre devraient être contrebalancés en partie par l'accélération de la croissance de la productivité du travail; le taux d'accroissement des coûts unitaires de main-d'œuvre devrait donc augmenter et atteindre un rythme équivalant au taux d'inflation projeté.

Les autres indicateurs des pressions inflationnistes

Les prix des actifs réagissent aux attentes liées à l'inflation et à la croissance économique. Vers la fin des années 1980, par exemple, une ascension du prix des maisons avait précédé la montée de l'inflation tendancielle.

En 1999, le prix des maisons s'est sensiblement accru, mais certains signes donnent à penser que l'activité du marché du logement est en train de ralentir, en raison notamment de la hausse des taux d'intérêt qui s'est amorcée en novembre 1999. L'accroissement sur douze mois du prix de revente des maisons (selon l'indice de Royal LePage) s'est chiffré à 5,1 % au deuxième trimestre, en baisse légère par rapport au taux enregistré à la fin de 1999. Par contre, l'augmentation sur douze mois du prix des maisons neuves s'est quelque peu accélérée, atteignant 2,4 % en août, ce qui s'explique en bonne partie par la progression des coûts de la main-d'œuvre et des matériaux de construction.

Les indicateurs de la monnaie et du crédit

La croissance de la monnaie reste soutenue, signe de la vigueur de l'économie et d'une légère augmentation de l'inflation tendancielle.

Bien qu'elle ait décéléré quelque peu ces derniers mois par rapport au rythme très rapide observé au début de 2000, la croissance des agrégats monétaires au sens étroit demeure élevée en glissement annuel (Graphique 18). En septembre, M1 brut enregistrait un rythme de progression d'environ 17 % en comparaison avec l'année précédente. Toutefois, cette vigueur tient en partie aux facteurs qui gonflent la croissance de M1 par rapport à l'évolution tendancielle des encaisses de transaction. Il convient de souligner en particulier l'augmentation des dépôts des intermédiaires financiers auprès des banques au début de 2000. Comme l'explique la Note technique 5, la croissance tendancielle des encaisses de transaction serait de l'ordre de 6 à 8 % selon notre meilleure estimation.

À 10 et 8 % respectivement, les taux de croissance de M1+ et de M1++ demeurent également élevés en glissement annuel, mais considérablement inférieurs à celui de M1. Ces agrégats subissent dans une certaine mesure les effets de quelques-uns des facteurs spéciaux qui influent sur M1.

Si l'on tient compte des facteurs spéciaux, le rythme d'expansion récent de la monnaie au sens étroit permet de supposer que le

Note technique 5

Monnaie au sens étroit : croissance de M1 mesuré et tendance fondamentale

M1 a progressé à un rythme d'environ 17 % durant les douze derniers mois, mais, selon notre meilleure estimation, la croissance tendancielle des encaisses de transaction ne serait que de l'ordre de 6 à 8 %. Autrement dit, une part considérable (environ 10 points de pourcentage) de la croissance récente de M1 tiendrait à des facteurs spéciaux. La présente note décrit le raisonnement permettant d'expliquer le large écart entre l'évolution tendancielle des encaisses de transaction et la croissance de M1 mesuré.

Une première façon d'estimer la croissance tendancielle des encaisses de transaction consiste à cerner les facteurs spéciaux influant sur M1, à quantifier leur incidence puis à retrancher celle-ci de la croissance mesurée. Une source courante de distorsion est la comptabilisation dans M1 de sommes non destinées à l'achat de biens et services. On peut citer à cet égard les soldes de plus en plus élevés tenus chez les courtiers en valeurs aux fins de transaction financière. La progression des dépôts des intermédiaires financiers parabancaires dans les banques constitue un autre important facteur de distorsion. Il ne s'agit pas là d'encaisses de transaction, puisque ces sommes sont probablement détenues par les intermédiaires financiers en contrepartie de divers engagements inscrits dans leurs livres. Les mouvements de fonds entre les comptes classés dans M1 et ceux qui ne le sont pas représentent encore une autre source de distorsion. Ce genre de substitution a eu des effets notables sur la croissance de cet agrégat durant la seconde moitié des années 1990, et il pourrait à nouveau en être ainsi en 2000, du fait notamment des taux plus concurrentiels offerts par nombre de banques sur les comptes de chèques. Un grand nombre de ces transferts de fonds ne touchent pas les agrégats plus larges, ce qui explique sans doute en partie pourquoi M1++ croît à un rythme plus modéré que M1.

Une deuxième façon d'établir la croissance tendancielle des encaisses de transaction consiste à tirer une estimation d'un modèle économétrique de demande de monnaie à long terme. L'estimation de « M1 corrigé » est fondée sur la relation observée dans le passé entre M1 et d'autres variables économiques[1]. À l'heure actuelle, M1 corrigé progresse à un rythme de 7 % environ en glissement annuel.

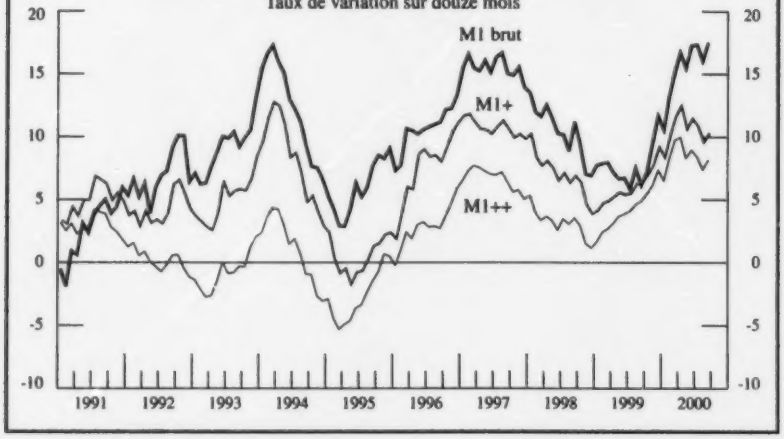
Lorsque les deux méthodes donnent des résultats similaires au sujet de la taille des distorsions, les estimations de la croissance tendancielle sont plus dignes de confiance. Au premier trimestre de 2000, l'écart entre les taux de croissance de M1 et de M1 corrigé en glissement annuel était très voisin de notre estimation de l'effet total des distorsions et se chiffrait à quelque 6 points de pourcentage[2]. Tout dernièrement, cependant, la croissance des dépôts des intermédiaires financiers parabancaires et des soldes créditeurs chez les courtiers en valeurs ne semble contribuer qu'à hauteur de 3 points de pourcentage environ à la croissance. Néanmoins, nous restons persuadés que les distorsions sont importantes. Notre meilleure estimation de la croissance tendancielle à l'heure actuelle repose donc largement sur M1 corrigé et tourne autour de 6 à 8 %. Ce rythme est également compatible avec celui auquel croît M1++ présentement.

1. On trouvera des précisions à ce sujet dans l'article d'Atta-Mensah (2000).
2. Ces estimations reposent sur les chiffres de fin de trimestre, qui peuvent différer des moyennes trimestrielles.

Graphique 18

Croissance de la masse monétaire au sens étroit

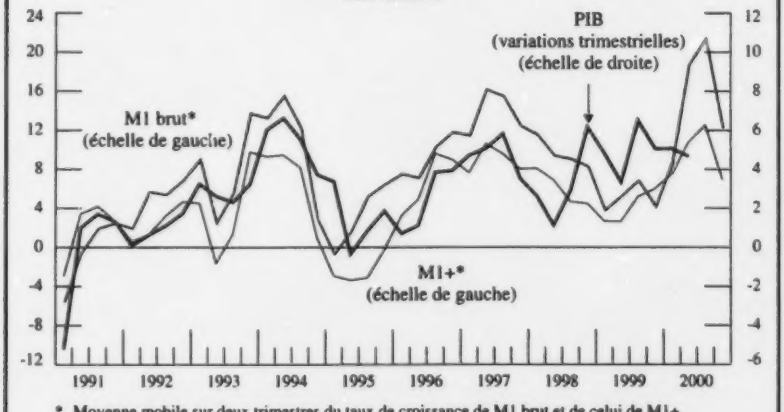
Taux de variation sur douze mois



Graphique 19

Taux de croissance du PIB réel, de M1 brut réel et de M1+

Taux annuels



* Moyenne mobile sur deux trimestres du taux de croissance de M1 brut et de celui de M1+ (corrigés par l'indice de référence); chiffres du trimestre précédant le trimestre considéré

PIB réel s'accroîtra à un taux d'environ 3,75 % en 2001, ce qui correspond en gros aux projections de la Banque (Graphique 19). La croissance des agrégats monétaires au sens étroit laisse aussi entrevoir que l'inflation mesurée par l'indice de référence s'inscrira en hausse pour atteindre le point médian de la fourchette cible vers la fin de 2001.

Le rythme de progression de l'agrégat au sens large M2++ a été relativement stable ces derniers mois. En septembre, il

s'établissait en glissement annuel à 8,3 % (Graphique 20). La croissance de M2++ semble indiquer un profil d'évolution du taux d'augmentation de l'indice de référence semblable à celui qui se dégage des agrégats au sens étroit et cadrant avec le maintien de l'inflation à l'intérieur de la fourchette cible.

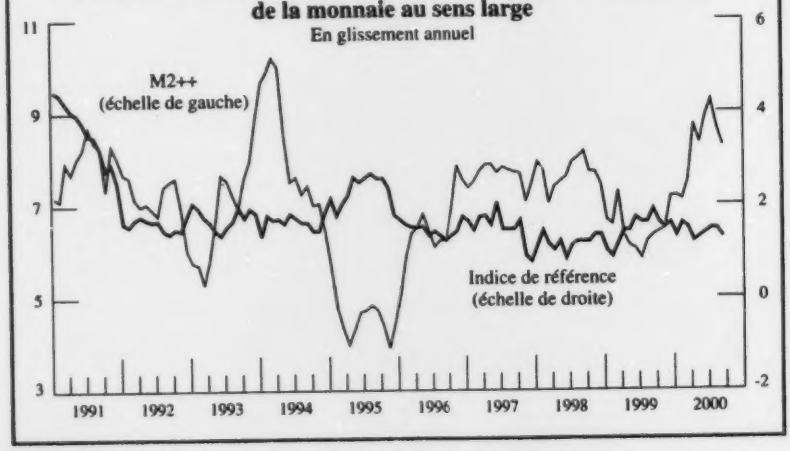
L'expansion du crédit à la consommation se poursuit à un rythme modéré, allant de pair avec la perspective d'une progression soutenue des dépenses de consommation. Malgré un ralentissement ces derniers mois, la croissance des crédits aux entreprises demeure compatible avec une activité commerciale qui restera vigoureuse à court terme.

Dans l'ensemble, les renseignements découlant des indicateurs de la monnaie et du crédit font état d'une robustesse continue de la production réelle et d'une certaine augmentation de l'inflation mesurée par l'indice de référence.

Graphique 20

Taux d'inflation selon l'indice de référence et taux de croissance de la monnaie au sens large

En glissement annuel



Les prévisions relatives à l'inflation

Compte tenu des forces à l'œuvre, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait s'orienter à la hausse au cours de la prochaine année. Premièrement, un taux d'inflation avoisinant 2 % est toujours anticipé à long terme, ce qui représente un niveau supérieur de plus de un demi-point de pourcentage au taux d'augmentation actuel de l'indice de référence. Deuxièmement, comme on s'attend à ce que la croissance de la production demeure forte, les pressions exercées sur les marchés des biens et du travail devraient devenir plus manifestes. Troisièmement, les augmentations salariales s'accentuent.

L'inflation mesurée par l'indice de référence devrait augmenter, pour s'établir à 2 % au second semestre de 2001.

Par conséquent, la Banque prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera graduellement pour s'établir à 2 % au second semestre de l'an prochain. Si, comme prévu, le rythme d'expansion de la production ralentit en 2001 pour être plus compatible avec celui de la production potentielle, l'inflation mesurée par l'indice de référence devrait se stabiliser à environ 2 %. Il subsiste toutefois un risque que la progression de l'économie s'accélère et se traduise par une demande excédentaire plus persistante l'an prochain, ce qui exercerait de nouvelles pressions à la hausse sur l'inflation.

Compte tenu de l'escalade récente des cours du pétrole brut et du gaz naturel, le taux d'accroissement de l'IPC global devrait se maintenir à près de 3 % jusqu'à la fin de cette année. Si le prix du pétrole se stabilise tout juste sous les 30 dollars É.-U. le baril, ce taux devrait se replier à environ 2 % d'ici la fin de 2001.

5. CONCLUSIONS

Au cours des six derniers mois, l'économie canadienne a maintenu son essor, dépassant encore une fois les attentes. Le renchérissement de l'énergie a fait grimper l'indice global des prix à la consommation, mais l'inflation mesurée par l'indice de référence est demeurée stable, se situant dans la moitié inférieure de la fourchette cible de la Banque et en deçà des niveaux prévus.

Cette évolution porte à croire qu'il subsistait des capacités inutilisées au sein de l'économie au premier semestre de l'année et a incité la Banque à réviser à la hausse ses estimations tant du niveau actuel de la production potentielle au pays que de son rythme de croissance futur.

Malgré des signes indiquant que l'économie a commencé à se ralentir, on continue de s'attendre à ce que la vigueur de la demande entraîne une intensification des pressions sur la capacité de production. Plus particulièrement, la Banque estime que la croissance de la production s'établira en moyenne à près de 5 % cette année puis retombera entre 3 et 4 % en 2001. Par conséquent, on prévoit que l'inflation mesurée par l'indice de référence montera à 2 %, le point médian de la fourchette cible de la Banque, au second semestre de 2001. Pour que ce taux demeure à 2 %, il faudra que l'expansion économique progresse en moyenne au même rythme que la production potentielle au cours des années suivantes.

Les principaux risques qui pèsent sur ces prévisions touchent à la demande, à l'offre et aux anticipations d'inflation. Dans le premier cas, le dynamisme soutenu de la demande américaine de produits d'exportation canadiens, à un moment où la demande intérieure est vigoureuse, pourrait attiser les pressions inflationnistes au Canada. La vive progression de M1 renforce ce risque. Du côté de l'offre, la hausse des investissements en machines et matériel de même que celle des gains de productivité observée récemment pourraient pousser les limites de la capacité de production au-delà des niveaux actuellement projetés. Néanmoins, la Banque continuera de se montrer prudente dans ses projections concernant la production potentielle, les révisant au fur et à mesure que les preuves s'accumulent. Enfin, l'ascension des cours de l'énergie risque d'influencer les prix d'autres biens et services et les attentes relatives à l'inflation.

Dans le contexte actuel, caractérisé par une forte expansion économique, de hauts niveaux d'activité par rapport à la capacité et le renchérissement de l'énergie, le défi que devront continuer de relever les autorités monétaires sera d'évaluer où se situe l'équilibre entre l'offre et la demande globales, d'empêcher la hausse des cours de l'énergie de se répercuter sur l'inflation mesurée par l'indice de référence et sur les attentes d'inflation et d'ajuster les conditions monétaires au moment opportun afin de maintenir la tendance de l'inflation au bas niveau qui s'est avéré bénéfique à l'économie canadienne.

L'adoption d'un système de dates préétablies pour l'annonce des modifications du taux officiel d'escompte devrait permettre à la Banque de focaliser l'attention sur la situation économique au Canada et lui donnera plus souvent l'occasion de mettre en lumière les perspectives à moyen terme sur lesquelles se fonde la conduite de la politique monétaire.

BIBLIOGRAPHIE

Atta-Mensah, J. (2000). « L'évolution récente des agrégats monétaires et son incidence », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 3-11.

Banque du Canada (1991a). « Cibles de réduction de l'inflation : Communiqué et documentation à l'appui », *Revue de la Banque du Canada*, mars, p. 3-21.

_____ (1991b). « Les cibles de réduction de l'inflation : autres considérations d'ordre pratique et questions de mesure », *Revue de la Banque du Canada*, septembre, p. 3-23.

_____ (1993-1994). « Déclaration du gouvernement et de la Banque du Canada au sujet des objectifs de la politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 85-86.

_____ (1998). « Prolongation de l'application des cibles de maîtrise de l'inflation », communiqué diffusé le 24 février et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 85-87.

_____ (2000a). « La Banque du Canada compte instaurer un système de dates fixes pour l'annonce des modifications du taux officiel d'escompte », communiqué diffusé le 19 septembre et reproduit dans la *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 53-57.

_____ (2000b). « La Banque du Canada publie les dates auxquelles seront annoncées les modifications du taux officiel d'escompte », communiqué diffusé le 30 octobre.

Conference Board du Canada (2000a). *Indice de confiance des entreprises*, automne.

_____ (2000b). *Indice des attitudes des consommateurs*, automne.

Consensus Economics Inc. (1991-2000). *Consensus Forecasts*, divers numéros.

Cunningham, A. et A. G. Haldane (1999). « The monetary transmission mechanism in the United Kingdom: Pass-through and policy rules », communication présentée au troisième colloque annuel de la Banque centrale du Chili.

Fillion, J.-F. et A. Léonard (1997). « La courbe de Phillips au Canada : un examen de quelques hypothèses », document de travail n° 97-3, Banque du Canada.

Kwan, C. (2000). « Enquête sur la restructuration des entreprises au Canada », *Revue de la Banque du Canada*, été, p. 17-30.

Laflèche, T. (1996-1997). « L'incidence des fluctuations du taux de change sur les prix à la consommation », *Revue de la Banque du Canada*, hiver, p. 21-32.

_____ (1997). « Mesures statistiques du taux d'inflation tendanciel », *Revue de la Banque du Canada*, automne, p. 29-47.

Perrier, P. et R. Amano (2000). « Crédibilité et politique monétaire », *Revue de la Banque du Canada*, printemps, p. 13-20.

Statistique Canada. *Information population active*, publication n° 71-001-PPB au catalogue (mensuel), Ottawa, Travaux publics et Services gouvernementaux Canada.

Taylor, J. (2000). « Low Inflation, Pass-through, and the Pricing Power of Firms », *European Economic Review*, vol. 44, p. 1389-1408.

Le *Rapport sur la politique monétaire* de la Banque du Canada est publié deux fois l'an, soit en mai et en novembre. Des mises à jour de l'analyse qui y est présentée paraissent en août et en février. Pour recevoir des exemplaires du *Rapport* au complet, du *Sommaire* ou de la *Mise à jour*, veuillez communiquer avec le Service de la diffusion des publications, Services de communication, Banque du Canada, Ottawa (Ontario), Canada K1A 0G9.

Téléphone : (613) 782-8248; adresse électronique :
publications@banqueducanada.ca;
site Web : http://www.banqueducanada.ca